

N° 3006

ASSEMBLÉE NATIONALE

CONSTITUTION DU 4 OCTOBRE 1958

DIX-SEPTIÈME LÉGISLATURE

Enregistré à la Présidence de l'Assemblée nationale le 2 juillet 2026.

RAPPORT D'INFORMATION

DÉPOSÉ

en application de l'article 146 du Règlement

PAR LA COMMISSION DES FINANCES, DE L'ÉCONOMIE GÉNÉRALE
ET DU CONTRÔLE BUDGÉTAIRE

sur l'effet boule de neige de la dette

ET PRÉSENTÉ PAR

M. KÉVIN MAUVIEUX,
rapporteur spécial

SOMMAIRE

PAGES

INTRODUCTION	5
I. L'EFFET BOULE DE NEIGE REFLÈTE L'ÉVOLUTION DE L'ENDETTEMENT LIÉE À LA DETTE DÉJÀ ACCUMULÉE.....	7
A. L'EFFET BOULE DE NEIGE DE LA DETTE EST L'UN DES DÉTERMINANTS DE L'ÉVOLUTION DU RATIO DE DETTE PUBLIQUE, AUX CÔTÉS DU DÉFICIT PRIMAIRE ET DES FLUX DE CRÉANCES.....	7
1. L'effet boule de neige traduit l'évolution du ratio de dette en fonction du taux d'intérêt apparent, de la croissance nominale et du stock de dette	7
2. L'effet boule de neige détermine le solde primaire stabilisant la dette et entre en compte dans les analyses de soutenabilité	10
B. HISTORIQUEMENT, UN EFFET BOULE DE NEIGE TRÈS FAIBLE SUR LONGUE PÉRIODE.....	11
1. En France, un effet boule de neige annuel moyen légèrement positif sur le long terme, avec des variations pouvant être importantes sur le court terme	11
2. Les différences de ratio d'endettement entre la France et les économies comparables s'expliquent principalement par les évolutions des soldes primaires plutôt que par l'effet boule de neige	14
II. LA HAUSSE DU RATIO DE DETTE PUBLIQUE EST ESSENTIELLEMENT IMPUTABLE À L'ACCUMULATION DES DÉFICITS PRIMAIRES.....	18
A. CONTENIR LE RATIO DE DETTE NÉCESSITE AVANT TOUT DE RÉDUIRE LE DÉFICIT PRIMAIRE	18
1. L'évolution du ratio de dette publique est aujourd'hui principalement due au déficit primaire et révèle l'incapacité des gouvernements successifs à contenir celle-ci	18
2. Certaines caractéristiques de la dette publique française contribuent à modérer l'effet boule de neige.....	21

B. L'ÉVOLUTION DE L'EFFET BOULE DE NEIGE EST SOUMISE À DES INCERTITUDES FORTES, CE QUI APPELLE D'AUTANT PLUS DE VIGILANCE SUR LA MAÎTRISE DE NOTRE DÉFICIT	23
1. Les déterminants de l'effet boule de neige sont soumis à des incertitudes, particulièrement le taux de croissance nominale	23
2. La maîtrise du ratio d'endettement ne pourra passer que par des efforts crédibles et accrus pour baisser le déficit primaire.....	26
TRAVAUX DE LA COMMISSION	29
LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES PAR LE RAPPORTEUR SPÉCIAL	47

INTRODUCTION

Depuis 2017, la dette des administrations publiques est passée de 98,5 % du produit intérieur brut (PIB) à 115,6 % du PIB en 2025, soit une hausse d'un peu plus de 17 points. Les dépenses d'intérêts des administrations publiques pour servir cette dette sont de 64,7 milliards d'euros en 2025, contre 44,4 milliards d'euros en 2017, soit une hausse de 46 % en huit ans ⁽¹⁾. Sur le seul budget de l'État, la charge de la dette est en passe de devenir le premier poste de dépense budgétaire, devant l'enseignement scolaire.

Ces chiffres illustrent à quel point la situation budgétaire de la France s'est dégradée durant les deux derniers quinquennats : le pays paie aujourd'hui les frais de cette mauvaise gestion. Dans ce contexte particulièrement préoccupant, le rapporteur spécial a souhaité s'intéresser à l'effet « boule de neige » de la dette, c'est-à-dire au risque d'emballement auto-entretenu du ratio de dette publique rapporté au PIB sous l'effet du stock de dette hérité des années précédentes, d'une part, et de l'écart entre le taux d'intérêt sur cette dette et le taux de croissance nominale, d'autre part.

L'effet boule de neige peut jouer favorablement ou défavorablement sur l'évolution du ratio de dette publique. Par exemple, durant les Trente Glorieuses, il a contribué à faire baisser le ratio de dette compte tenu du dynamisme de la croissance à cette époque. À l'inverse, les années 1990 ont été marquées par un effet boule de neige ayant contribué à dégrader le ratio de dette publique.

L'évolution du ratio de dette publique est tributaire de l'addition de cet effet boule de neige et de celui du solde primaire ; mais alors que l'on peut agir sur le second, nous ne pouvons que subir le premier. La direction générale du Trésor souligne ainsi que *« Très schématiquement, le solde primaire représente la part de l'évolution du ratio de dette qui résulte des décisions de l'année en cours, tandis que l'effet boule de neige représente l'évolution « spontanée » du stock de dette hérité des années précédentes, qui n'est plus directement pilotable »* ⁽²⁾. Et nous subirons d'autant plus cet effet que le stock de dette sera élevé.

Le présent rapport propose donc d'analyser les risques liés à cet effet boule de neige. Après en avoir détaillé les déterminants, une étude des données historiques permettra d'établir que celui-ci a été légèrement positif en moyenne annuelle sur de longues périodes (I). L'emballement de notre ratio de dette publique apparaît donc comme étant principalement dû à un déficit primaire trop élevé, que les gouvernements successifs n'ont pas su maîtriser. Cette maîtrise est pourtant d'autant plus essentielle que l'effet boule de neige n'est pas aisément prévisible et peut faire l'objet de fluctuations importantes à court terme (II).

(1) Les données présentées ici proviennent des comptes nationaux provisoires de l'Insee pour 2025 et des comptes nationaux définitifs pour l'année 2017.

(2) Réponses de la direction générale du Trésor au questionnaire du rapporteur spécial.

I. L'EFFET BOULE DE NEIGE REFLÈTE L'ÉVOLUTION DE L'ENDETTEMENT LIÉE À LA DETTE DÉJÀ ACCUMULÉE

A. L'EFFET BOULE DE NEIGE DE LA DETTE EST L'UN DES DÉTERMINANTS DE L'ÉVOLUTION DU RATIO DE DETTE PUBLIQUE, AUX CÔTÉS DU DÉFICIT PRIMAIRE ET DES FLUX DE CRÉANCES

1. L'effet boule de neige traduit l'évolution du ratio de dette en fonction du taux d'intérêt apparent, de la croissance nominale et du stock de dette

Le ratio de dette publique rapporté au produit intérieur brut (PIB) évolue d'une année sur l'autre en fonction de trois paramètres :

– l'**effet boule de neige**, qui correspond à l'évolution du stock de dette liée à l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance ;

– le **solde primaire**, c'est-à-dire le solde public hors charge de la dette ;

– les **ajustements flux-stocks**, ou **flux de créances**, qui correspondent à des opérations qui n'ont pas d'impact sur le solde public au sens de Maastricht, tels que des décalages comptables ou des opérations financières, mais qui peuvent avoir des conséquences sur le besoin de financement et donc sur la dette. L'acquisition d'actifs financiers par le secteur public ou les prêts accordés par des administrations publiques à des entités tierces entrent par exemple dans cette catégorie.

L'évolution du ratio de dette en fonction de ces trois paramètres se calcule selon la formule suivante :

$$d_t - d_{t-1} = \underbrace{\frac{r_t - g_t}{1 + g_t}}_{\text{Évolution du ratio de dette}} \times d_{t-1} - \underbrace{sp_t}_{\text{Effet boule de neige}} + \underbrace{af}_{\text{Effet du solde primaire}} \underbrace{s_t}_{\text{Effet des flux de créances}}$$

Au premier ordre, l'effet boule de neige peut faire l'objet de l'approximation suivante ⁽¹⁾ :

$$\frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \times d_{t-1} \approx (r_t - g_t) \times d_{t-1}$$

(1) *Trésor-Éco*, Taux d'intérêt, croissance et soutenabilité de la dette publique, n° 334, octobre 2023, encadré 1 p. 3.

Légende

d_t : ratio de dette rapporté au PIB pour l'année t

d_{t-1} : ratio de dette rapporté au PIB pour l'année $t-1$

r_t : taux apparent de la dette, c'est-à-dire la charge d'intérêts de l'année t divisée par le stock de dette de l'année $t-1$

g_t : taux de croissance nominale du PIB entre l'année $t-1$ et l'année t

sp_t : solde public primaire de l'année t rapporté au PIB

afs_t : ajustements flux-stock

Pour une année donnée, l'effet boule de neige de la dette est donc égal au produit :

– du **ratio de dette de l'année précédente** ;

– et de la différence entre l'évolution du **taux d'intérêt apparent de la dette**, d'une part, et le **taux de croissance nominale de l'économie**, d'autre part. Dans les développements qui suivront, ces deux taux seront respectivement désignés par les lettres r et g , et la différence entre les deux par le terme $r - g$. Plus cet écart entre r et g est élevé, plus l'effet boule de neige est important.

L'effet boule de neige revient donc à mesurer **l'évolution spontanée du stock de dette hérité des années précédentes**, ou encore, en ne tenant pas compte des flux de créances, à mesurer l'évolution du ratio de dette qui n'est pas liée à celle du solde primaire. L'image d'une boule de neige provient donc du fait que ce calcul traduit l'évolution « auto-alimentée » de la dette.

L'effet boule de neige peut jouer de manière favorable ou défavorable sur l'évolution du ratio de dette publique. **En prenant l'hypothèse d'un solde primaire et de flux de créances nuls**, cet effet dépend de la différence entre le taux d'intérêt apparent et le taux de croissance nominale de l'économie :

– si le taux d'intérêt apparent sur la dette est **supérieur** au taux de croissance nominale (si r est supérieur à g), l'effet boule de neige est un terme **positif** et il a donc un effet **défavorable** sur l'évolution du ratio de dette, qu'il contribue à accroître ;

– à l'inverse, si le taux d'intérêt apparent sur la dette est **inférieur** au taux de croissance nominale (si r est inférieur à g), l'effet boule de neige est un terme **néгатif** et il a donc un effet **favorable** sur l'évolution du ratio de dette, qu'il contribue à réduire ;

– si le taux d'intérêt apparent sur la dette est **égal** au taux de croissance nominale (si r est égal à g), l'effet boule de neige est **nul**.

L'utilisation du taux d'intérêt apparent sur la dette pour calculer l'effet boule de neige

Le taux d'intérêt apparent sur la dette, ici dénommé r , représente le coût moyen de financement du stock de dette : il est égal à la charge d'intérêts de l'année t rapportée à la dette publique de l'année $t-1$.

Il diffère donc du taux pratiqué sur le marché secondaire, sur lequel s'échangent les titres de dette publique déjà émis, ainsi que du taux moyen constaté à l'émission d'un titre de dette publique par l'Agence France Trésor.

Utilisé pour le calcul de l'effet boule de neige, le taux d'intérêt apparent évolue avec une certaine inertie par rapport aux taux constatés sur le marché. En effet, une hausse ou une baisse de taux d'intérêt ne se répercute que progressivement sur le taux d'intérêt apparent, au fur et à mesure du renouvellement des titres de dette arrivés à échéance. L'ampleur de cette inertie dépend notamment de la maturité moyenne des titres de dette, qui est de 8,5 ans environ en France, et en conséquence du volume de nouvelles émissions de titres pour l'année considérée, ces émissions étant celles qui subissent immédiatement une variation des taux d'intérêt.

Par ailleurs, afin de faciliter certaines comparaisons internationales, le taux d'intérêt r utilisé pour le calcul de $r - g$ pour déterminer l'effet boule de neige est parfois celui correspondant au taux des obligations souveraines de long terme (taux à 10 ans).

Au-delà de ses modalités de calcul, le rapporteur spécial rappelle ce qu'évoque généralement l'effet boule de neige pour nos concitoyens, à savoir le fait que **la dette entraîne de la dette**, et que plus l'État s'endette, plus la charge d'intérêts associée augmente, ce qui crée en retour de nouvelles dettes.

Si, dans le calcul de l'effet boule de neige, un taux de croissance favorable peut avoir pour effet réduire le poids de la charge d'intérêts sur l'évolution du ratio de dette, il n'en demeure pas moins que la situation demeure préoccupante, et ce d'autant plus que le taux de croissance demeure difficilement prévisible (voir *infra*). Les dépenses d'intérêts de l'ensemble des administrations publiques atteignent **2,2 %** du PIB en 2025, soit **64,7 milliards d'euros**, en hausse de 11,2 % par rapport à 2024 ⁽¹⁾. En s'inscrivant dans un objectif de redressement des comptes publics, cette augmentation de la charge de la dette limite nos marges de manœuvre sur les autres postes de dépense.

Par ailleurs, l'effet boule de neige de la dette dépend non seulement du taux d'intérêt apparent sur la dette r et du taux de croissance nominale g , mais aussi du ratio de dette de l'année précédente. Or, à $r - g$ donné, un stock de dette plus important conduit à un effet boule de neige accru. De surcroît, certains économistes ont établi qu'« *un ratio de dette publique plus élevé se traduit par des épisodes d'écart $r-g$ négatif plus courts, et un écart plus élevé en moyenne* » ⁽²⁾, en

(1) Insee, [Compte national des administrations publiques pour l'année 2025](#), premiers résultats, 27 mars 2026.

(2) Note Trésor-Éco n° 334 op. cit., p. 9. Les travaux cités sont ceux de Lian W., Presbitero A. et Wiriadinata U. (2020), « *Public Debt and $r-g$ at Risk* », IMF Working Paper n° 137.

particulier car l'augmentation du stock de dette tend à éroder la réduction de taux d'intérêt dont bénéficie la dette publique en raison de son caractère sûr et liquide.

2. L'effet boule de neige détermine le solde primaire stabilisant la dette et entre en compte dans les analyses de soutenabilité

Le calcul de l'effet boule de neige permet de définir le **solde primaire stabilisant la dette**, c'est-à-dire le solde primaire qui permet de compenser exactement cet effet boule de neige et donc de stabiliser le ratio de dette d'une année sur l'autre (en considérant un flux de créances nul). Ainsi :

– si la différence $r - g$ entre le taux d'intérêt apparent sur la dette et le taux de croissance nominale de l'économie **est positive**, le solde primaire stabilisant est un **excédent**. Toutefois, un État qui dégagerait un excédent primaire, mais d'un niveau inférieur à ce solde primaire stabilisant, continuerait à subir l'effet boule de neige et donc à accroître son ratio de dette ;

– si la différence $r - g$ est **négative**, le solde primaire stabilisant est un **déficit**. Dans ce cas, il est possible pour l'État de stabiliser son ratio de dette voire de le faire baisser y compris s'il est en déficit primaire, si celui-ci demeure inférieur au déficit primaire stabilisant ;

– si $r = g$, le solde primaire stabilisant est **nul**.

Le ratio de dette joue également sur le niveau du solde primaire stabilisant : plus le premier est élevé, plus le second le sera également en valeur absolue.

Les conditions de financement de la dette publique se répercutent sur le niveau du solde primaire stabilisant la dette. Le rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2026 rappelle qu'en supposant un taux de croissance inchangé, « *une hausse du taux d'intérêt apparent rehausse le niveau de solde primaire nécessaire pour stabiliser le ratio de dette [...] dans cette hypothèse, une hausse des taux d'intérêt exige des efforts supplémentaires de consolidation des comptes publics pour atteindre une cible donnée de ratio de dette publique* »⁽¹⁾. Le rapporteur spécial souligne donc l'importance de la maîtrise de nos taux d'intérêt, étroitement liée à la confiance des investisseurs dans le sérieux budgétaire français, pour maîtriser cet effet boule de neige.

Il peut aussi être relevé que l'effet boule de neige est l'une des composantes sous-tendant l'analyse de la **soutenabilité** de la dette publique.

Par exemple, la trajectoire nationale d'ajustement de la dépense primaire nette que doit respecter chaque État membre dans le cadre de la gouvernance budgétaire européenne repose sur une analyse de la soutenabilité de leur dette. Pour

(1) Rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances pour 2026, p. 9.

apprécier cette soutenabilité, la Commission européenne s'intéresse à plusieurs déterminants de la dette, parmi lesquels l'évolution de $r - g$. La robustesse de la trajectoire d'ajustement de chaque État membre est soumise à divers scénarios, notamment un scénario « *de différentiel défavorable entre taux d'intérêt et croissance* » ou « *$r - g$ adverse* », qui simule une hausse durable du solde primaire stabilisant résultant d'une hausse d'un point de la différence entre taux d'intérêt apparent et taux de croissance nominale.

B. HISTORIQUEMENT, UN EFFET BOULE DE NEIGE TRÈS FAIBLE SUR LONGUE PÉRIODE

1. En France, un effet boule de neige annuel moyen légèrement positif sur le long terme, avec des variations pouvant être importantes sur le court terme

L'analyse de l'effet boule de neige **sur période longue** conduit à relativiser le poids de celui-ci dans l'évolution du ratio de dette publique.

Ainsi, selon une note de la direction générale du Trésor parue en 2023 ⁽¹⁾, depuis la fin du XIX^e siècle, l'écart entre le taux d'intérêt à dix ans et le taux de croissance a été en moyenne négatif en France comme dans les autres économies avancées, mais a pu être fortement volatil et positif pendant de longues périodes. Un effet moyen négatif signifie donc qu'en moyenne, l'effet boule de neige a plutôt contribué à modérer l'augmentation du ratio de dette qu'à l'accélérer.

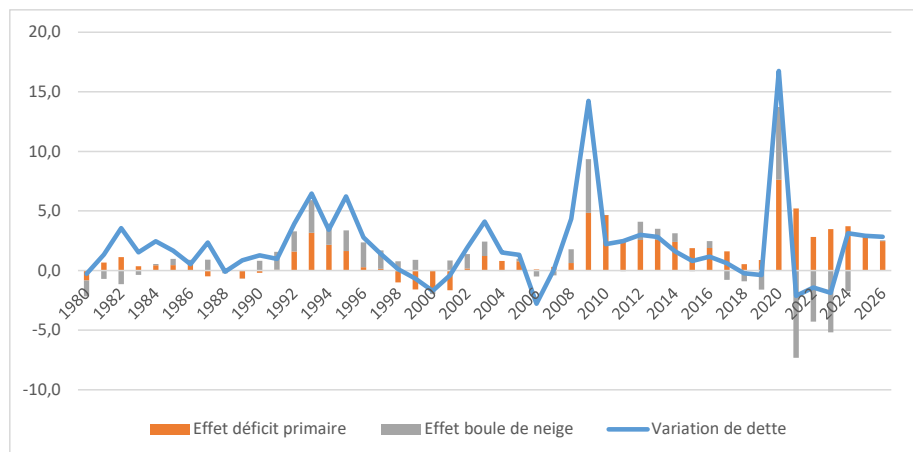
En s'intéressant plus spécifiquement aux dernières décennies, les données transmises par la direction générale du Trésor au rapporteur spécial montrent qu'en moyenne, l'effet boule de neige a été faiblement positif, de l'ordre de **+ 0,21 point de PIB par an** entre 1980 et 2025. Sur la même période, le ratio de dette publique a progressé de **21,1 % à 115,6 %** du PIB ⁽²⁾.

(1) Note Trésor-Éco n° 334 op. cit., p. 4.

(2) Dette des administrations publiques au sens de Maastricht. Données issues des [comptes nationaux provisoires des administrations publiques](#) de l'Insee (n° 78, 27 mars 2026).

ÉVOLUTION ANNUELLE DU RATIO DE DETTE EN FRANCE SELON L'EFFET BOULE DE NEIGE ET L'ÉVOLUTION DU SOLDE PRIMAIRE

(en pourcentage du PIB)



Source : direction générale du Trésor.

Notes de lecture précisées par la direction générale du Trésor :

- En raison des flux de créance (non présentés ici), les barres cumulées ne somment pas exactement au niveau de la courbe de variation de dette.
- L'effet « boule de neige » mesure la variation du ratio de dette publique provenant de l'écart entre le taux d'intérêt apparent de la dette et la croissance nominale du PIB (« $r-g$ »). Lorsque cet écart est négatif, cela correspond à un effet boule de neige inversé, i.e. une diminution naturelle du ratio de dette indépendamment du déficit primaire.
- L'effet « déficit primaire » correspond à la contribution du déficit (hors charges d'intérêts) à la variation du ratio de dette. Une contribution positive implique que le déficit primaire a contribué à augmenter le ratio de dette publique l'année considérée. Une contribution négative implique que l'excédent primaire a contribué à réduire ce ratio.
- L'année 2026 correspond à la prévision du rapport d'avancement annuel.

Schématiquement, trois grandes phases d'évolution de cet effet boule de neige se sont succédé depuis 1980 :

– **de 1980 à 1989**, l'effet boule de neige annuel moyen est négatif (– **0,19** point de PIB par an en moyenne), notamment en raison d'une forte croissance qui réduit la différence entre r et g . Toutefois, l'accumulation de déficits primaires sur la période (+ **0,19** point de PIB par an en moyenne) et d'importants flux de créances, liés à une hausse des prises de participations de l'État dans l'économie ⁽¹⁾ (+ **1,40** points de PIB par an en moyenne), conduisent à une évolution du ratio de dette de + **1,40** point par an en moyenne ;

– **les années 1990 à 2016 sont marquées par un effet boule de neige moyen positif** (+ 1 point de PIB par an en moyenne), le taux de croissance de l'économie étant alors assez modéré. Aux côtés de l'effet du déficit primaire (+ **1,13** point de PIB par an en moyenne), l'effet boule de neige a contribué à faire augmenter le ratio de dette publique : à cette période, ce dernier a augmenté en moyenne de + **2,32** points de PIB par an. La crise financière de 2008 a accru de

(1) Voir le [rapport](#) de la Cour des comptes sur la situation et les perspectives des finances publiques, juin 2025, p. 92.

manière importante mais ponctuelle l'effet boule de neige défavorable : celui-ci est passé à + 1,16 point de PIB en 2008 à + 4,50 points de PIB en 2009. Il était nul en 2010 ;

– **de 2017 à 2025**, l'effet boule de neige est à nouveau négatif en moyenne (**– 1,74 point de PIB par an**). L'évolution des taux d'intérêts apparents bénéficie progressivement de la baisse des taux d'intérêt, ce qui contribue favorablement à l'évolution du ratio de dette publique. Toutefois, cet effet favorable est plus que compensé par l'accumulation des déficits primaires sur la même période (**+ 3,19 points de PIB par an en moyenne**). À l'instar de la crise financière de 2008, la crise de la covid-19, en 2020, a ponctuellement conduit à un effet boule de neige très défavorable : celui-ci est passé de **– 1,60 point de PIB en 2019 à + 6,11 points de PIB en 2020**, pour redescendre à **– 7,31 points de PIB en 2021** en raison de la reprise de la croissance.

ÉVOLUTION ANNUELLE MOYENNE DES DIFFÉRENTS DÉTERMINANTS DU RATIO DE DETTE PUBLIQUE PAR GRANDES PÉRIODES (1980-2025)

(en points de PIB)

	Effet boule de neige (a)	Effet du déficit primaire (b)	Effet des flux de créances (c)	Évolution du ratio de dette (a+b+c)
1980-1989	– 0,19	+ 0,19	+ 1,40	+ 1,40
1990-2016	+ 1,00	+ 1,13	+ 0,19	+ 2,32
2017-2025	– 1,74	+ 3,19	+ 0,48	+ 1,93

Source : commission des finances, d'après les données de la direction générale du Trésor

Depuis 2024, le taux d'intérêt apparent augmente à nouveau de manière importante, en raison de la répercussion progressive de la hausse des taux d'intérêt constatés sur le marché sur celui-ci.

ÉVOLUTION DU TAUX D'INTÉRÊT APPARENT SUR LA DETTE PUBLIQUE (2022-2026)

(en pourcentage)

	2022	2023	2024	2025	2026 (p)
Taux d'intérêt apparent sur la dette	1,8	1,8	1,9	2,0	2,3

Source : commission des finances, d'après les données de la direction générale du Trésor et, pour l'année 2026, le rapport d'avancement annuel 2026.

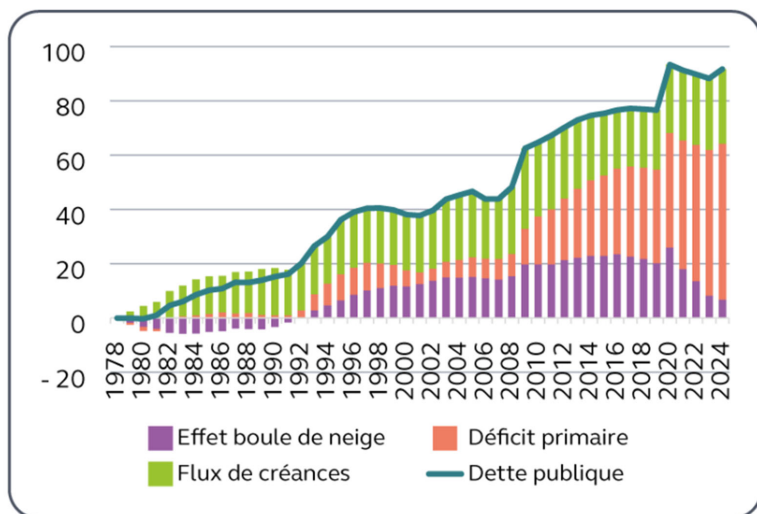
Au total, l'effet boule de neige a été négatif vingt années au cours de la période 1980-2025, contre 26 années au cours desquelles il a été positif. Les chocs sur le taux de croissance, notamment au moment des crises de 2008 et de 2020, ont contribué à accroître cet effet boule de neige. **Enfin, le déficit primaire est très clairement le principal contributeur à l'évolution du ratio de dette publique en France, en particulier sur les quinze dernières années.**

Les données de la Cour des comptes issues de son rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques de juin 2025 indiquent qu'au total, entre 1978 et 2024, l'effet boule de neige a contribué à la dynamique de la dette à hauteur de **8,8 points de PIB**, contribution qualifiée par la Cour de « *modeste* », la

contribution du déficit primaire demeurant bien plus importante (**57,4 points de PIB**)⁽¹⁾.

DÉCOMPOSITION DES FACTEURS D'ÉVOLUTION DU RATIO DE DETTE PUBLIQUE FRANÇAIS PAR RAPPORT À 1978

(en points de PIB)



Source : Insee, retraitements Cour des comptes

2. Les différences de ratio d'endettement entre la France et les économies comparables s'expliquent principalement par les évolutions des soldes primaires plutôt que par l'effet boule de neige

L'effet boule de neige en France a suivi une tendance globalement comparable à celle observée dans d'autres grandes économies. Les données issues de la note de la direction générale du Trésor de 2023 précitée montrent qu'entre 1950 et 2025, l'écart entre le taux d'intérêt à dix ans et le taux de croissance se situe en moyenne autour de - 1 point, à l'exception du Japon, qui a bénéficié d'un effet boule de neige favorable plus marqué.

(1) Rapport de la Cour des comptes op. cit., pp. 93-94.

ÉCARTS ENTRE LE TAUX D'INTÉRÊT NOMINAL À 10 ANS ET LE TAUX DE CROISSANCE
NOMINALE ENTRE 1950 ET 2025

(en points de pourcentage)

	France	Allemagne	Italie	Canada	Royaume- Uni	Etats-Unis	Japon
Moyenne	-1,2	-0,6	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0	-2,6
Ecart-type	4,1	3,5	5,0	4,6	3,1	3,2	4,9

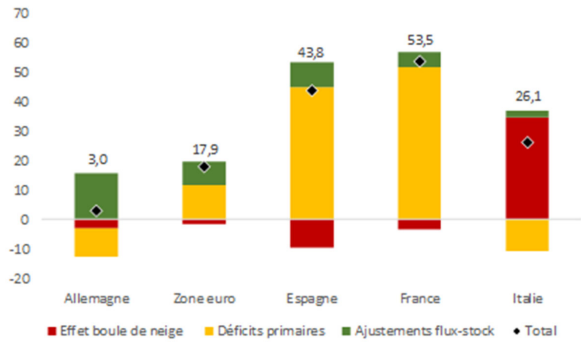
Source : direction générale du Trésor, d'après la base de données Jordà-Schularick-Taylor Macrohistory, World Economic Outlook (avril 2026) et OCDE (Economic Outlook n° 118)

Cette même étude note que l'écart entre le taux d'intérêt à dix ans et le taux de croissance nominale a globalement baissé dans les grands pays avancés depuis la fin des années 1990 « pour des raisons structurelles, notamment l'excès d'épargne mondiale qui abaisse les taux d'intérêt sans risque, jusqu'à devenir négatif durant la dernière décennie ».

Au sein de la zone euro, depuis le début des années 2000, l'effet boule de neige a contribué à modérer la hausse de la dette publique, notamment en Allemagne, en France et en Espagne.

ÉVOLUTION CUMULÉE DE LA DETTE PUBLIQUE ENTRE 2000 ET 2024

(en points de PIB)



Source : Banque de France, d'après données Eurostat

L'Italie a subi un effet boule de neige défavorable très important entre 2000 et 2024, estimé par la Banque de France à environ **35 points de PIB** (voir graphique ci-dessus), **alors même qu'elle a dégagé des excédents primaires sur la période**. Elle disposait cependant d'un stock de dette déjà élevé en début de période (118,8 points de PIB en 2010). Les données de la direction générale du Trésor montrent qu'entre 2000 et 2025, r a été inférieur à g (ce qui équivaut à un effet boule de neige favorable) **27 %** des années seulement en Italie, contre **54 %** en France ou **69 %** en Allemagne. Les excédents primaires ont malgré tout permis de contenir la hausse du ratio de dette publique en Italie.

PROPORTION DES ANNÉES OÙ R < G

(en % des années de la période)

	France	Allemagne	Italie	Canada	Royaume-Uni	Etats-Unis	Japon
1950-2025	57%	59%	54%	61%	63%	62%	64%
1950-1979	93%	83%	100%	83%	73%	83%	97%
1980-1999	5%	10%	20%	5%	25%	10%	30%
2000-2025	54%	69%	27%	77%	81%	77%	54%

Source : direction générale du Trésor, d'après la base de données Jordà-Schularick-Taylor Macrohistory, World Economic Outlook (avril 2026) et OCDE (Economic Outlook n° 118).

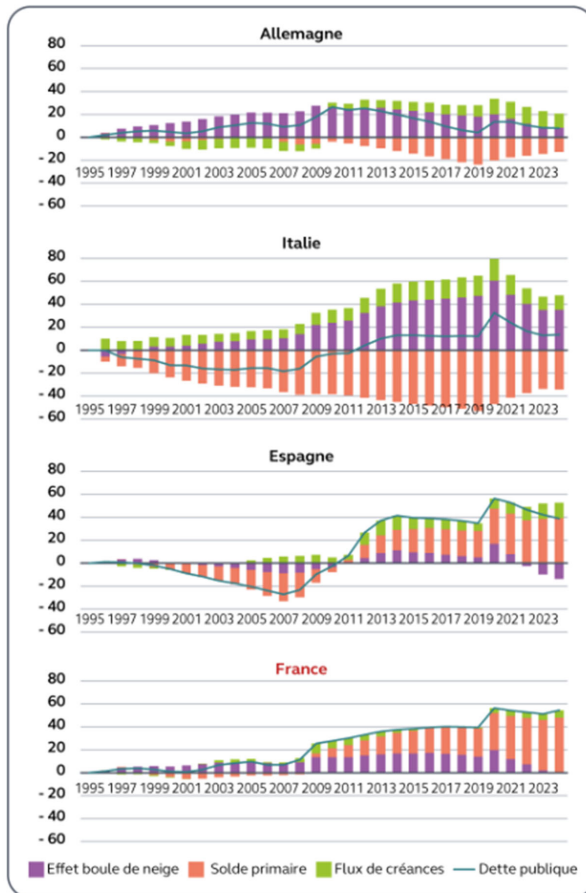
Si, à l'exception de l'Italie, l'effet boule de neige est comparable dans les principales économies européennes, son ampleur peut être variable ; surtout, les divergences constatées dans les évolutions des ratios de dette publique entre ces pays s'expliquent aussi par des écarts d'évolution du solde primaire. Entre 1995 et 2024, la Cour des comptes constate que c'est en France que le ratio de dette publique a le plus fortement augmenté (+ 54,4 points de PIB) comparé à l'Allemagne (+ 7,9 points de PIB), mais aussi à l'Italie (+ 13,5 points de PIB) et à l'Espagne (+ 38,9 points de PIB). Cela illustre à son sens des stratégies de finances publiques différentes, la France n'ayant pas adopté « *de stratégie durable et résolue pour résorber le déficit primaire et revenir en excédent* » face à la hausse du ratio de dette publique, contrairement à l'Allemagne et à l'Italie, et, dans une moindre mesure, à l'Espagne ⁽¹⁾.

Le rapporteur spécial tient par ailleurs à rappeler qu'il déplore l'inconscience économique des gouvernements qui se succèdent depuis qu'Emmanuel Macron a été élu Président de la République et qui conduisent les finances publiques de la France dans le mur. En effet, alors même que l'effet boule de neige a été favorable depuis 2017, notre dette a continué à glisser et à prendre de l'ampleur. Le service de la dette continue de s'alourdir en raison des déficits excessifs et répétitifs liés à de mauvais choix politiques, à un manque criant de courage économique et à des dérapages de nos finances publiques qui ne sont pas sérieusement tenues.

(1) Rapport de la Cour des comptes op. cit., p. 114 à 116.

**CONTRIBUTIONS À L'ÉVOLUTION DU RATIO DE DETTE DANS LES QUATRE PRINCIPAUX
PAYS DE LA ZONE EURO PAR RAPPORT À SON NIVEAU DE 1995**

(en points de PIB)



Source : Eurostat, comptes nationaux, retraitements Cour des comptes

II. LA HAUSSE DU RATIO DE DETTE PUBLIQUE EST ESSENTIELLEMENT IMPUTABLE À L'ACCUMULATION DES DÉFICITS PRIMAIRES

A. CONTENIR LE RATIO DE DETTE NÉCESSITE AVANT TOUT DE RÉDUIRE LE DÉFICIT PRIMAIRE

1. L'évolution du ratio de dette publique est aujourd'hui principalement due au déficit primaire et révèle l'incapacité des gouvernements successifs à contenir celle-ci

Les personnes auditionnées par le rapporteur spécial ont relevé que la maîtrise du ratio de la dette publique en France dépend aujourd'hui essentiellement de la maîtrise de nos déficits. Pour ne citer qu'un exemple, la Société Générale souligne que « *le principal facteur de dégradation de la dynamique de la dette publique demeure la taille élevée et la persistance des déficits primaires* » ⁽¹⁾. L'effet boule de neige n'est pas le principal facteur de dégradation de notre ratio d'endettement. Le principal facteur de cette dégradation est donc clairement celui qui crée les déficits primaires : la médiocre gestion budgétaire des gouvernements qui se succèdent depuis des années.

Ce constat est d'ailleurs corroboré en comparant les données présentées *supra* et l'évolution du ratio de dette publique. Alors même que l'effet boule de neige a été légèrement positif sur la période 1978-2024, de l'ordre de 8,8 points de PIB au total, le ratio de dette a progressé de **21,4** points de PIB en 1978 à **112,6** points de PIB en 2024. C'est donc principalement à l'effet du déficit primaire (et, dans une moindre mesure, à l'effet des flux de créances) que cette progression est due.

Une note du Conseil d'analyse économique (CAE) publiée en 2024 accrédite aussi ce constat ⁽²⁾. Dans cette note, il est estimé que la hausse de près de 90 points de PIB de la dette publique française entre 1970 et 2023 s'explique quasi-intégralement (à hauteur de 88 points de PIB) par la somme des déficits primaires et des ajustements flux-stocks, et que l'effet boule de neige serait proche de zéro en moyenne sur la période.

Les prévisions de court terme concernant l'effet boule de neige accréditent l'importance primordiale de réduire le déficit primaire pour maîtriser le ratio de dette publique.

Le rapport d'avancement annuel sur le plan budgétaire et structurel à moyen terme du Gouvernement pour 2026 estime que sur cette même année, l'effet boule de neige serait égal à **+ 0,1 point de PIB**. En comparaison, la contribution du solde primaire à l'endettement brut devrait être de **- 2,5 points de PIB** et celle des ajustements stock-flux de **+ 0,3 point de PIB**.

(1) Réponses de la Société Générale au questionnaire du rapporteur spécial.

(2) Conseil d'analyse économique, [Quelle trajectoire pour les finances publiques françaises ?](#), n° 82, juillet 2024.

ÉVOLUTION DU RATIO DE DETTE ET DES DIFFÉRENTS PARAMÈTRES CONTRIBUANT À CETTE ÉVOLUTION

(en points de PIB, sauf mention contraire)

	2023	2024	2025	2026 (p)
Endettement brut	109,5	112,6	115,6	118,4
Variation de l'endettement brut (1)	- 1,9	3,1	2,9	2,8
Contributions à la variation de l'endettement brut				
Solde primaire (2)	- 3,5	- 3,7	- 2,9	- 2,5
Effet boule de neige (3)	- 5,2	- 1,7	0,0	0,1
Dépenses d'intérêt	1,9	2,0	2,2	2,6
Croissance	- 1,5	- 1,3	- 1,0	- 1,0
Inflation	- 5,6	- 2,5	- 1,2	- 1,5
Ajustements stocks-flux (=1+2-3)	- 0,2	1,2	0,1	0,3
Taux d'intérêt implicite sur la dette (en %)	1,8	1,9	2,0	2,3

Source : commission des finances, d'après le rapport d'avancement annuel 2026.

L'année 2026 marquerait donc le retour, pour la première fois depuis 2020, d'un effet boule de neige positif. La direction générale du Trésor l'explique par la forte augmentation de la charge de la dette, liée à la répercussion progressive de la hausse des taux d'intérêt constatés sur le marché, combinée à une croissance relativement faible. Le taux d'intérêt implicite sur la dette est en effet en hausse : alors qu'il était de **1,8 %** en 2023, il atteindrait **2,3 %** en 2026, selon la prévision disponible dans le rapport d'avancement annuel.

Le rapporteur spécial relève toutefois que la Cour des comptes, dans son rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques, publié en juin 2026, identifie un effet boule de neige positif dès 2025, à hauteur de + 0,1 point de PIB, et un effet boule de neige nul pour 2026.

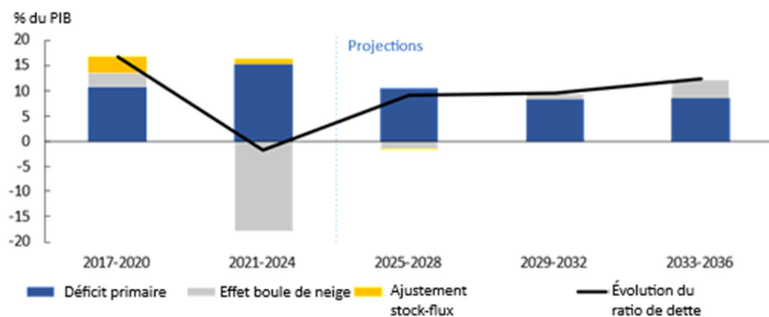
Pour les années suivantes, si l'effet boule de neige demeure difficile à prévoir (voir *infra*), il ressort notamment du scénario de référence de la Commission européenne, utilisé pour l'analyse de la soutenabilité de la dette française, que l'effet boule de neige redeviendrait positif pour les périodes 2029-2032 et 2032-2036. Dans ce scénario de référence, il est fait l'hypothèse que le déficit structurel primaire se maintient à 2,1 points de PIB à l'horizon 2035 et que l'hypothèse de croissance potentielle vers laquelle converge la croissance effective est plutôt basse, de l'ordre de 0,7 % à long terme ⁽¹⁾.

Le plan budgétaire et structurel à moyen terme (PSMT) publié à l'automne 2024 prévoit également un effet boule de neige positif à compter de 2029. La Cour des comptes note que, selon le rapport d'avancement annuel 2025 sur ce PSMT, c'est à compter de cette même année 2029 qu'un excédent primaire serait à nouveau dégagé (+ 0,4 point), le PSMT prévoyant ensuite la poursuite de l'amélioration du solde primaire qui atteindrait + 1,8 point de PIB en 2031 ⁽²⁾.

(1) Données issues des réponses de la Banque de France au questionnaire du rapporteur spécial.

(2) Rapport de la Cour des comptes op. cit., p. 120.

DÉTERMINANTS DE L'ÉVOLUTION ANNUELLE DU RATIO DE DETTE EN FRANCE DANS LE SCÉNARIO DE RÉFÉRENCE DE LA COMMISSION EUROPÉENNE



Source : Commission des finances, d'après le Debt sustainability monitor 2025 de la Commission européenne.

La Cour des comptes estime que le taux d'intérêt apparent sur la dette devrait durablement dépasser le taux de croissance du PIB d'ici la fin de la décennie – ce qui conduirait alors à la mise en place durable d'un effet boule de neige défavorable.

Afin de disposer de données plus claires et plus détaillées sur l'évolution du ratio de dette publique en fonction de l'effet boule de neige, du déficit primaire et des flux de créances, le rapporteur spécial invite le Gouvernement à compléter en ce sens le rapport sur la dette des administrations publiques, annexé chaque année au projet de loi de finances. Pourraient ainsi être ajoutés à ce document un récapitulatif complet de la contribution de ces trois facteurs à l'évolution du ratio de dette publique, un prévisionnel de leur évolution *a minima* pour l'année suivante, ainsi que des données détaillées sur l'évolution des différentes composantes de l'effet boule de neige de la dette proprement dit (notamment l'évolution du taux d'intérêt apparent sur la dette, du taux de croissance nominale et de la différence entre ces deux termes).

Recommandation n° 1 : Ajouter au rapport sur la dette des administrations publiques annexé au projet de loi de finances des données plus détaillées sur l'effet boule de neige de la dette, ainsi que sur la contribution de cet effet, de l'effet du déficit primaire et de celui des flux de créances à l'évolution du ratio de dette publique.

Le rapporteur spécial ne peut donc que constater que la dégradation vertigineuse de notre ratio de dette ne peut pas être mise sur le compte d'un effet « auto-alimenté » de celui-ci à travers l'effet boule de neige. Ce constat rejoint d'ailleurs celui du Conseil d'analyse économique dans la note précitée : *« notre dette est la conséquence directe de nos choix budgétaires. Elle ne figure pas l'accumulation mécanique d'une boule de neige lancée sur une pente forte. La mauvaise nouvelle est qu'on ne doit pas attendre de miracle macroéconomique : il*

est très peu probable que l'inflation ou la croissance fassent systématiquement diminuer la dette publique sans effort budgétaire » ⁽¹⁾.

La dégradation de notre ratio de dette publique est donc imputable à la mauvaise gestion budgétaire des gouvernements successifs, qui ont laissé dérapier le déficit, alors même qu'il est le seul paramètre qui soit directement pilotable dans l'évolution du ratio de dette. À ce stade, les améliorations promises sur ce plan grâce à des réformes telles que celle des retraites, particulièrement pénalisante pour les Français, se font toujours attendre.

Tant que le niveau de notre solde primaire demeurera inférieur au solde primaire stabilisant la dette, l'endettement continuera de croître – et ce même si nous dégageons des excédents primaires. À titre d'illustration, en 2025, l'écart du solde primaire au solde primaire stabilisant la dette était d'environ 2,86 points de PIB : les efforts budgétaires à fournir sont donc conséquents.

Néanmoins, le rapporteur spécial attire l'attention de la commission sur le risque très sérieux d'un réveil de l'effet boule de neige à court terme en raison des politiques économiques et financières néfastes menées depuis des décennies. En effet, rappelons que si la dégradation actuelle de notre ratio de dette publique n'est pas due à un effet boule de neige massif, cet effet pourrait venir contraindre les politiques à venir. Tous les mauvais choix passés et présents ne peuvent que conduire à craindre un retour de l'effet boule de neige, qui laisserait à nos futurs gouvernants et à nos futurs enfants le poids d'une dette auto-alimentée. Rappelons que l'Italie, malgré des excédents primaires, n'a pas su enrayer la hausse de son ratio de dette publique en raison de son effet boule de neige. **Le rapporteur spécial s'inquiète de ce risque et note sur ce point la déclaration récente du chercheur et directeur de l'Institut des politiques publiques, M. Antoine Bozio : « Tout est réuni pour qu'un effet boule de neige s'enclenche, c'est-à-dire que la hausse de la charge de la dette devienne incontrôlable »** ⁽²⁾. De même, dans son rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques publié en juin 2026, **la Cour des comptes relève une « menace sérieuse » d'effet boule de neige sur la dette et son coût.**

2. Certaines caractéristiques de la dette publique française contribuent à modérer l'effet boule de neige

Certaines caractéristiques de la dette publique française permettent de modérer les répercussions de la conjoncture économique sur l'effet boule de neige. De manière générale, l'Agence France Trésor souligne que *« L'émission d'obligations liquides qui correspondent à une demande des épargnants et des investisseurs variés (maturité, nominal/indexé, OAT verte) permet de réduire le coût*

(1) Note Trésor-Éco n° 334 op. cit., p. 1.

(2) Les Échos, [Interview de M. Antoine Bozio, chercheur et directeur de l'Institut des politiques publiques](#), 15 juin 2026.

de financement agrégé et donc de limiter l'effet boule de neige » ⁽¹⁾. La liquidité du marché obligataire français, de même que la variété des titres qui y sont proposés, sont ainsi des gages d'attractivité de cette dette.

La durée de vie moyenne des titres de dette française est plutôt élevée, de l'ordre de 8,5 ans pour les obligations assimilables du Trésor (OAT). Cette durée est globalement stable depuis 2022, après une période au cours de laquelle elle s'était allongée. Or une durée de vie des titres importante amortit d'autant plus la répercussion du taux d'intérêt constaté sur le marché vers le taux d'intérêt apparent, qui est celui utilisé pour calculer l'effet boule de neige.

ÉVOLUTION DE LA DURÉE DE VIE MOYENNE DE LA DETTE NÉGOCIABLE DE L'ÉTAT

Fin 2014	Fin 2015	Fin 2016	Fin 2017	Fin 2018	Fin 2019	Fin 2020	Fin 2021	Fin 2022	Fin 2023	Fin 2024	Fin 2025
6 ans et 362 jours	7 ans et 47 jours	7 ans et 195 jours	7 ans et 296 jours	7 ans et 336 jours	8 ans et 63 jours	8 ans et 73 jours	8 ans et 153 jours	8 ans et 184 jours	8 ans et 168 jours	8 ans et 172 jours	8 ans et 184 jours

Source : commission des finances, d'après les données de l'Agence France Trésor

Le rapporteur spécial s'est interrogé sur l'impact des OAT indexées sur l'inflation sur l'effet boule de neige. Les OAT indexées sur l'indice des prix à la consommation en France (OATi) et sur l'indice des prix de la zone euro (OATëi) représentaient 11,2 % de l'encours de la dette négociable de l'État en 2025. Or ces titres indexés sur l'inflation conduisent à répercuter immédiatement une hausse de l'inflation sur la charge de la dette, à travers la provision pour charge d'indexation qui est effectuée. Le décaissement effectif du supplément d'indexation auquel a droit le détenteur du titre n'intervient cependant qu'à l'échéance de ce dernier, puisque ce supplément est versé en même temps que le remboursement du capital.

L'Agence France Trésor et la Société Générale ont souligné en audition que ce type de titres répond à une demande, en particulier de certains investisseurs détenant des actifs partiellement indexés sur l'inflation (par exemple le livret A). Cette diversification des investisseurs permettrait de réduire le coût moyen de la dette : la Société Générale souligne notamment que cela peut permettre « *de moins peser sur la dette à taux fixe, en réduisant la pression sur l'offre, donc dans un sens de réduire le r* » ⁽²⁾. L'Agence France Trésor rappelle également que les gains pour l'État liés à l'émission de tels titres indexés, par rapport à un scénario où seuls des titres de dette non indexés auraient été émis, sont estimés à environ 5 milliards d'euros depuis leur création à la fin des années 1990. Il a également été relevé que l'inflation peut conduire à une hausse de la croissance en valeur, et donc du terme g de l'effet boule de neige.

Pour autant, le rapporteur spécial maintient sa réticence vis-à-vis des OAT indexées sur l'inflation, qu'il a déjà eu l'occasion d'exprimer à plusieurs reprises

(1) Réponses écrites de l'Agence France Trésor au questionnaire du rapporteur spécial.

(2) Réponses écrites de la Société Générale au questionnaire du rapporteur spécial.

dans le cadre de ses travaux parlementaires ⁽¹⁾. À son sens, ces obligations indexées conduisent à renchérir plus rapidement la charge de la dette et exposent d'autant plus notre endettement aux aléas de la conjoncture économique. Il rappelle particulièrement son incompréhension sur la poursuite de l'émission par l'État de titres indexés sur l'inflation en période de taux négatifs sur le marché, et ce d'autant plus que les OATi et les OATëi protègent l'investisseur contre une inflation en moyenne négative sur la durée de vie du titre. Il appelle à la suppression progressive de ces obligations indexées du programme d'émissions de l'Agence France Trésor.

Enfin, le rapporteur spécial s'est interrogé sur les conséquences de l'origine géographique des détenteurs de la dette française sur l'effet boule de neige. Qu'advierait-il, par exemple, dans l'hypothèse où l'intégralité de notre dette serait détenue par des résidents français ? Un tel scénario nécessiterait d'étudier tant les impacts sur le taux de croissance que sur le taux d'intérêt apparent de la dette.

En audition, l'économiste Éric Monnet a souligné la prudence qu'il convient d'avoir en abordant les effets d'un tel scénario, sujet à d'importantes marges d'erreur notamment quant aux conséquences de l'évolution des taux d'intérêt sur la consommation. De « grands emprunts » pourraient occasionner des taux d'intérêt plus élevés ; mais se pose aussi la question des effets en retour pour l'économie, qui peuvent être bénéfiques. La propension des ménages à épargner doit également nécessairement être prise en compte, de même que leur propension à consommer des revenus financiers. La Banque de France a relevé que, d'un côté, l'hypothèse d'une dette intégralement détenue par les ressortissants de l'État qui l'émet peut en quelque sorte être un gage de crédibilité, car celui-ci est plus fortement désincité à faire défaut sur sa propre dette ; de l'autre, cela occasionne un risque important de boucles de rétroaction en cas de difficultés financières, notamment du secteur bancaire.

B. L'ÉVOLUTION DE L'EFFET BOULE DE NEIGE EST SOUMISE À DES INCERTITUDES FORTES, CE QUI APPELLE D'AUTANT PLUS DE VIGILANCE SUR LA MAÎTRISE DE NOTRE DÉFICIT

1. Les déterminants de l'effet boule de neige sont soumis à des incertitudes, particulièrement le taux de croissance nominale

L'effet boule de neige de la dette n'est pas un paramètre directement maîtrisable dans le cadre de la politique budgétaire. Si son impact est demeuré plutôt limité ces dernières années, certaines de ses composantes demeurent peu prévisibles, ce qui doit inciter à la prudence : **la possibilité d'un emballement de l'effet boule de neige ne doit pas être écartée.** La note de la direction générale du

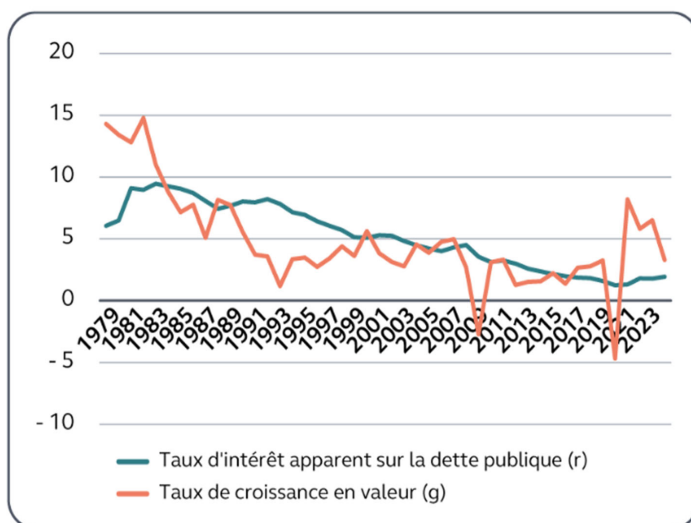
(1) Voir notamment le [rapport d'information n° 1314](#) sur les obligations assimilables du Trésor indexées sur l'indice des prix à la consommation en France et sur l'indice des prix de la zone euro et la [proposition de loi n° 1621](#) visant à interdire l'émission d'obligations assimilables du Trésor indexées sur l'inflation et à provisionner les primes d'émission.

Trésor précitée le souligne : « *L'impossibilité de prévoir les valeurs futures de l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance invite à la prudence dans l'utilisation de l'écart observé comme indicateur pour la politique budgétaire* » ⁽¹⁾.

L'effet boule de neige dépend du taux de croissance nominale de l'économie, qui demeure une composante difficilement prévisible à court comme à long terme. Le contexte économique et géopolitique international actuel rend d'autant plus délicates ces prévisions. Des risques de « retournement » de l'écart entre le taux d'intérêt apparent sur la dette et le taux de croissance nominale, c'est-à-dire un brusque passage de cet écart d'une valeur négative à une valeur positive, ne sont pas à exclure, par exemple en cas de choc sur la croissance. Dans un tel cas de retournement, les ajustements à fournir risquant alors d'être « *brutaux et douloureux* », selon les termes de la Cour des comptes ⁽²⁾.

TAUX D'INTÉRÊT APPARENT SUR LA DETTE PUBLIQUE ET TAUX DE CROISSANCE DU PIB EN VALEUR

(en %)



Source : Insee, retraitement Cour des comptes

Concernant le **taux d'intérêt apparent sur la dette**, celui-ci est **plus prévisible à court terme**, car moins directement soumis à la conjoncture macroéconomique que le taux de croissance nominale. **Mais il reste sujet à des incertitudes à moyen et long termes** : la direction générale du Trésor relève que

(1) Note Trésor-Éco n° 334 op. cit., p. 1.

(2) Rapport de la Cour des comptes op. cit., p. 90.

les prévisions de taux d'intérêt demeurent tributaires de la survenance de chocs économiques, difficilement prévisibles.

Le rapporteur spécial relève en outre que le taux d'intérêt apparent sur la dette agit comme un amortisseur, mais qu'*in fine* toute hausse de taux sur le marché se répercutera sur celui-ci : il s'agit simplement d'un effet lissé dans le temps.

La prudence doit donc être de mise quant aux scénarios d'évolution future de l'effet boule de neige de la dette. À titre d'exemple, la Banque de France a rappelé au rapporteur spécial que les prévisions de la Commission européenne dans le cas d'un scénario « *r – g adverse* », c'est-à-dire avec une croissance plus faible et un taux d'intérêt apparent plus élevé que dans le scénario de référence, aboutissent à un ratio de dette de **130,7 points de PIB en 2030**, contre **126,5 points de PIB** dans le scénario de référence (et à un ratio de 151,0 points de PIB à l'horizon 2035 contre 140,8 points de PIB dans le scénario de référence) ⁽¹⁾.

Il peut également être relevé que les prévisions de l'effet boule de neige effectuées dans le plan budgétaire et structurel à moyen terme (PSMT) publié par le Gouvernement à l'automne 2024 diffèrent des valeurs exposées dans les rapports d'avancements annuels de ce PSMT pour les années 2025 et 2026.

EFFET BOULE DE NEIGE PRÉVU PAR LE PLAN BUDGÉTAIRE STRUCTUREL À MOYEN TERME 2025-2029 ET PAR LES RAPPORTS D'AVANCEMENT ANNUELS 2025 ET 2026

(en points de PIB)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
PSMT 2025-2029	– 4,7	– 1,6	– 0,9	– 0,7	– 0,6	– 0,6	0,1
RAA 2025	– 4,9	– 1,7	– 0,2				
RAA 2026	– 5,2	– 1,7	0,0	0,1			

Source : Commission des finances, d'après le PSMT 2025-2029 et les RAA 2025 et 2026.

Plus encore, la crise actuelle au Moyen Orient pourrait faire craindre un effet boule de neige plus défavorable que prévu : un triple risque pèse en effet sur la croissance, sur l'inflation et sur le taux apparent. À ce stade, pour 2026, le Gouvernement a abaissé sa prévision de croissance à 0,9 % (contre 1 % dans le projet de loi de finances pour 2026), la prévision d'inflation est en hausse et s'établit à 1,9 % (contre 1,3 % en PLF 2026), et la charge de la dette serait renchérie de 3,6 milliards d'euros supplémentaires sur le périmètre de l'ensemble des administrations publiques, renchérissement lié à la fois à la hausse des intérêts payés sur les titres de dette et à la révision de la provision pour charge d'indexation des titres indexés sur l'inflation ⁽²⁾.

(1) Données issues du [Debt sustainability monitor 2025](#) de la Commission européenne. Le scénario de référence de la Commission européenne fait l'hypothèse d'un déficit structurel maintenu à 2,1 points de PIB à l'horizon 2035.

(2) Dont 3,2 milliards d'euros sur la charge de la dette de l'État, calculée en comptabilité budgétaire. En réponse à une demande du rapporteur spécial, le Gouvernement avait précisé début avril 2026 que sur ces 3,2 milliards d'augmentation, 1,9 milliard était lié à la hausse des intérêts payés sur les titres de dette et 1,4 milliard à la hausse de la provision pour charge d'indexation (une baisse de 0,1 milliard d'euros étant par ailleurs estimée sur d'autres dépenses prises en compte dans le calcul de la charge de la dette).

Enfin, la Cour des comptes estime peu prudent « *l'accent mis par certains économistes, pendant la période de taux bas qui a suivi la crise des dettes souveraines de la zone euro, sur la pérennité de la relation $r < g$ et le relâchement de la contrainte budgétaire* » compte tenu du constat actuel d'une croissance durablement faible, du repli de l'inflation et d'une hausse progressive du taux d'intérêt apparent sur la dette au fil du refinancement de celle-ci à des taux plus élevés ⁽¹⁾.

2. La maîtrise du ratio d'endettement ne pourra passer que par des efforts crédibles et accrus pour baisser le déficit primaire

Comme cela a déjà été rappelé, **une maîtrise du déficit primaire, et même l'atteinte d'un solde primaire stabilisant la dette est aujourd'hui indispensable pour contenir notre ratio d'endettement.**

Plus encore, dégager un excédent primaire, supérieur au solde primaire stabilisant, au cours de plusieurs exercices successifs serait souhaitable pour parvenir à réduire l'endettement. La note de la direction générale du Trésor précitée souligne qu'après un épisode de crise majeure, les épisodes de réduction de la dette s'expliquent par la combinaison d'écarts négatifs entre le taux d'intérêt apparent sur la dette et le taux de croissance nominale, d'une part, et d'excédents primaires, d'autre part ⁽²⁾. En 2024, le Conseil d'analyse économique préconisait une cible d'environ 1 point de PIB de surplus primaire à moyen terme « *afin de stabiliser la dette tout en gardant des marges de manœuvre pour faire face aux crises futures* » ⁽³⁾.

La Cour des comptes indiquait en 2025 que les hypothèses du PSMT et du RAA (atteinte d'un excédent primaire de 0,4 point de PIB en 2029 et taux d'intérêt à 10 ans de 3,7 %) conduiraient à devoir prolonger les efforts au-delà de 2029 afin de dégager un excédent primaire durable de 1,1 point de PIB pour stabiliser le ratio d'endettement. Cela correspondrait à un effort global d'ajustement de 135 milliards d'euros ⁽⁴⁾.

Le constat d'un effet boule de neige annuel faiblement positif en moyenne sur les quarante-cinq dernières années et sa contribution modérée à l'évolution du ratio d'endettement actuellement **ne doivent pas être synonymes d'efforts relâchés sur la politique budgétaire** – et ce d'autant plus que, comme cela vient d'être détaillé, cet effet boule de neige demeure difficilement prévisible et reste sujet à des fluctuations importantes en cas de choc sur la croissance. De surcroît, les périodes durant lesquelles l'effet boule de neige est négatif doivent être mises à profit pour renforcer ces efforts, afin de pouvoir faire face à des retournements de tendance qui conduiraient à un effet boule de neige fortement positif.

(1) Rapport de la Cour des comptes op. cit., p. 91.

(2) Dans cette note, un épisode de réduction de la dette publique est défini comme une suite d'au moins trois années consécutives où le ratio de dette publique décroît d'au moins 0,5 point de PIB par an.

(3) Conseil d'analyse économique, n° 82, op. cit., p. 1.

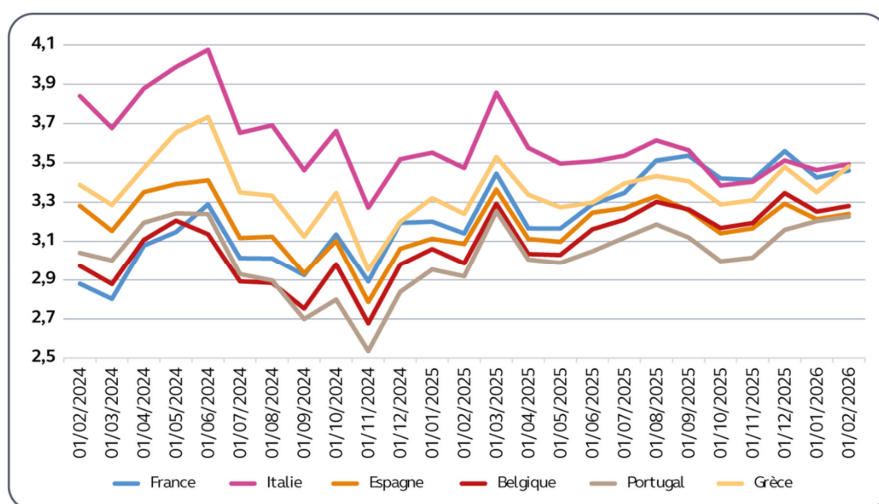
(4) Rapport de la Cour des comptes op. cit., p. 123.

Le rapporteur spécial appelle donc le Gouvernement à agir, enfin, avec des mesures qui permettront de réduire le déficit, alors que la charge de la dette est proche de devenir le premier poste de dépense budgétaire de l'État, devant les crédits alloués à l'enseignement scolaire ou ceux alloués à la défense.

De surcroît, le rapporteur spécial note le constat dressé par la Cour des comptes dans son rapport sur la situation des finances publiques de février 2026 : en octobre 2025, les taux des obligations françaises à dix ans sont passés au-dessus des taux italiens et sont devenus plus élevés que ceux des cinq autres pays les plus endettés de la zone euro ⁽¹⁾. En février 2026, les taux obligataires français à dix ans étaient à nouveau repassés sous les taux italien et grec.

TAUX DES OBLIGATIONS D'ÉTAT À 10 ANS

(en %)



Source : Cour des comptes, d'après investing.com

L'écart de taux des titres de dette souveraine à dix ans avec l'Allemagne a lui aussi atteint un niveau élevé à l'automne dernier, avec un écart de plus de 80 points de base en septembre 2025 ; il a atteint un point bas de 54 points de base en février 2026 et atteignait 65 points de base à la mi-mai 2026 ⁽²⁾.

Or le rapporteur spécial rappelle que la confiance des investisseurs dans la dette française est fondamentale pour garantir la maîtrise des taux d'intérêt payés sur celle-ci, cette confiance étant logiquement tributaire de notre capacité à maîtriser notre dette.

(1) Ces cinq pays étaient l'Italie, l'Espagne, la Belgique, le Portugal et la Grèce.

(2) D'après les réponses de la Société Générale au questionnaire du rapporteur spécial.

La Cour des comptes avait simulé, à des fins illustratives, les conséquences du maintien d'un déficit primaire à son niveau de 2024, soit 3,7 points de PIB, d'une croissance de 0,5 % du PIB en 2025 puis de 1,0 % pour les années suivantes et d'un taux d'intérêt de 3,7 %, c'est-à-dire celui prévu par le PSMT à partir de 2026. Dans ce cas, l'effet boule de neige redeviendrait positif à compter de 2029 et contribuerait à un emballement du ratio de dette publique, **qui atteindrait 235 points de PIB à l'horizon 2050**. Elle avait également simulé une augmentation brutale et pérenne des taux des obligations d'État à 4,7 % en 2025. Ce taux se répercuterait progressivement sur le taux d'intérêt apparent, et conduirait alors, en 2050, à un ratio d'endettement de près de **270 points de PIB**. Si la Cour rappelle que ces deux projections demeurent purement théoriques *« précisément parce que la dette publique et la charge d'intérêts qui en découleraient deviendraient très rapidement insoutenables et que des ajustements importants seraient inévitables à très courte échéance »*, celles-ci ne peuvent que nous alerter ⁽¹⁾.

En définitive, il est temps de faire place à un véritable sérieux budgétaire et de garantir la crédibilité de notre trajectoire de redressement des finances publiques, en réduisant enfin les déficits qui n'ont cessé de se cumuler ces dernières années et qui ont dégradé de manière conséquente le ratio de dette publique de la France.

(1) Rapport de la Cour des comptes sur la situation et les perspectives des finances publiques, juin 2025, p. 117 à 119.

TRAVAUX DE LA COMMISSION

La commission examine le rapport d'évaluation des politiques publiques portant sur l'effet boule de neige de la dette de M. Kévin Mauvieux, rapporteur spécial de la mission Engagements financiers de l'État, et entend M. Roland Lescure, ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle, énergétique et numérique, sur les conclusions de ce rapport.

M. le président Éric Coquerel. Mes chers collègues, notre ordre du jour est consacré à la présentation par M. Kevin Mauvieux, rapporteur spécial de la mission *Engagements financiers de l'État*, du rapport d'évaluation des politiques publiques sur l'effet « boule de neige » de la dette ainsi qu'à l'audition de monsieur Roland Lescure, ministre de l'économie des finances et de la souveraineté industrielle et numérique, sur les conclusions de ce rapport.

M. Kévin Mauvieux, rapporteur spécial de la mission *Engagements financiers de l'État*. Monsieur le président, monsieur le ministre, monsieur le rapporteur général, mes chers collègues, tous les voyants sont au rouge concernant notre dette publique. L'Insee a annoncé jeudi dernier que celle-ci a dépassé 3 500 milliards d'euros au premier trimestre 2026.

Le même jour, la présidente de la première chambre de la Cour des comptes, Mme Carine Camby, a rappelé devant notre commission qu'en 2026 la charge d'intérêts de cette dette sera égale au montant du budget de l'éducation nationale hors pensions, une fois et demie supérieure à celui de la défense, deux fois et demie celui de la recherche et sept fois celui de la justice. Notre dette atteint désormais 117,5 % du PIB, alors que ce ratio de dette était de 98,5 % en 2017 et de 59,5 % en 2000.

Face à cette croissance ininterrompue du ratio de dette publique, j'ai souhaité m'intéresser à l'un de ses déterminants, l'effet « boule de neige ». Celui-ci correspond à l'évolution auto-entretenu de la dette sous son propre poids, autrement dit la partie de la dette qui est créée par la dette déjà accumulée, et non par les déficits primaires. Après avoir évoqué quelques éléments de définition plus précis, je proposerai un rapide état des lieux de cet effet en France depuis les années 1980, ainsi que les perspectives pour les années à venir.

Cette analyse me conduit à affirmer que la dérive de notre ratio de dette publique est avant tout imputable à l'accumulation des déficits primaires et donc à de mauvais choix de politique budgétaire, plutôt qu'à l'effet boule de neige. Il ne faut pas pour autant négliger ce dernier et plusieurs alertes récentes ont été données sur la possibilité du retour d'un effet boule de neige défavorable pour la France.

Je tiens toutefois à apporter une nuance : nous ne parlons pas du simple fait que la dette produit de la dette, mais de l'effet « boule de neige » au sens scientifique du terme, en partant d'une équation de base plus complexe que le sens intuitif de l'expression.

L'évolution du ratio de dette publique d'une année sur l'autre dépend de trois composantes. Premièrement, l'évolution du solde primaire, c'est-à-dire le solde public hors charge d'intérêts de la dette. Deuxièmement, les flux de créances désignent un certain nombre d'opérations qui sont retenues sur le solde public mais qui peuvent avoir un impact sur le niveau de dette, par exemple l'achat ou la vente d'actifs. Troisièmement, l'effet boule de neige lui-même. Au sens purement économique, cet effet dépend de l'évolution de deux facteurs :

le ratio de dette de l'année précédente et la différence entre le taux d'intérêt apparent de la dette, d'une part, et le taux de croissance nominale de l'économie, c'est-à-dire non corrigé de l'inflation, d'autre part. Cette différence est communément appelée $r - g$. Le taux d'intérêt apparent représente le taux moyen auquel nous finançons notre dette et se calcule en rapportant la charge d'intérêts au stock de notre dette.

Comment se matérialise alors l'effet boule de neige ? Si la différence entre le taux d'intérêt et le taux de croissance est positive, l'effet boule de neige est positif et pèsera défavorablement sur le ratio de dette, qu'il contribuera à accroître. À l'inverse, si $r - g$ est un terme négatif, cela signifie que le taux de croissance est supérieur au taux d'intérêt. Dans ce cas, l'effet boule de neige est négatif, entraînant un effet favorable sur le ratio de dette publique, qu'il va contribuer à diminuer. Plus l'écart entre r et g est important et plus l'effet boule de neige sera évidemment élevé, et il sera également d'autant plus important que le stock de dette héritée des années passées rapporté au PIB est particulièrement conséquent.

L'effet boule de neige permet de déterminer le solde primaire stabilisant de la dette, c'est-à-dire le solde nécessaire pour stabiliser le ratio de dette publique d'une année sur l'autre et neutraliser l'effet boule de neige.

Contrairement aux déficits de l'année en cours, l'effet boule de neige n'est donc pas directement pilotable. Son appellation est du reste assez parlante. Elle illustre le fait que, mécaniquement, la dette entraîne la dette, ce phénomène étant modulé, dans notre équation, selon le niveau de croissance de l'économie.

En analysant les données historiques de l'effet boule de neige, on constate que celui-ci est globalement assez faible sur une longue période en France, mais qu'il est soumis à des fluctuations importantes et a pu être positif sur des périodes de temps plus courtes. Ainsi, entre 1980 et 2025, l'effet boule de neige moyen est estimé à $+ 0,21$ point de PIB par an en France. Il a notamment été défavorable en moyenne sur la période 1990-2016, de l'ordre de 1 point de PIB par an, puis il est redevenu favorable sur la période 2017-2025, représentant en moyenne $- 1,74$ point de PIB par an.

Les épisodes de crise tels que la crise financière de 2008 et celle liée à l'épidémie de covid en 2020 ont conduit à aggraver brutalement et ponctuellement l'effet boule de neige, compte tenu de la variable de la croissance. Le Gouvernement indique dans son dernier rapport d'avancement annuel qu'en 2026, l'effet boule de neige serait de $+ 0,1$ point de PIB. Ce serait donc la première fois que l'effet boule de neige serait positif depuis 2020.

À plus long terme, plusieurs analyses concluent au retour plus durable d'un effet défavorable de l'effet boule de neige à la fin de la décennie, qui résulterait de la combinaison d'une croissance relativement faible et de la remontée du taux d'intérêt apparent de la dette, en raison du refinancement progressif de notre stock de dette à des taux de plus en plus élevés. Compte tenu d'un effet boule de neige modeste sur la période longue, il apparaît donc que c'est surtout l'accumulation des déficits primaires qui explique la progression vertigineuse de notre ratio de dette.

Cette analyse se confirme lorsque l'on compare l'effet boule de neige en France et dans les autres économies. Dans son rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques de l'année dernière, la Cour des comptes avait notamment souligné que les divergences, depuis 1995, entre les ratios de dette publique de la France et ceux de plusieurs autres pays, notamment l'Allemagne et l'Italie, résultaient essentiellement d'actions différentes concernant la résorption du déficit primaire, la France n'ayant pas adopté de stratégie durable en ce sens. Le cas de l'Italie est cependant à part et illustre un exemple d'effet

boule de neige particulièrement défavorable : alors même que le pays dégage désormais un excédent budgétaire primaire, celui-ci ne suffit pas à permettre un désendettement, car il demeure inférieur au solde primaire stabilisant de la dette. Le pays disposait déjà d'un stock de dette élevé et souffre d'un écart important entre son taux d'intérêt sur la dette et la croissance structurellement faible de son économie, ce qui contribue à entretenir cet effet boule de neige.

Au total, ce n'est donc pas du côté de l'effet boule de neige qu'il faut rechercher la raison principale de la progression de notre ratio de dette publique ces dernières années. La Cour des comptes estime ainsi qu'entre 1978 et 2024, l'effet boule de neige a contribué à la dynamique de la dette publique à hauteur de 8,8 points de PIB, alors que le déficit primaire y a contribué à hauteur de 57,4 points de PIB. Ce constat sans appel a été réaffirmé lors des différentes auditions que nous avons menées sur le sujet.

En 2024, le Conseil d'analyse économique ne disait pas autre chose lorsqu'il analysait que notre dette était la conséquence directe de nos choix budgétaires. Notre ratio de dette atteint donc aujourd'hui des sommets en raison de l'accumulation de déficits répétés liés aux mauvais choix des politiques économiques de nos gouvernements successifs, à un manque de courage économique et à des dérapages de nos finances publiques, qui ne sont pas sérieusement tenues.

Les perspectives pour la suite ne sont pas meilleures. L'objectif d'un retour sous les 3 % de déficit en 2029 apparaît de plus en plus difficile à tenir, alors même que le retour d'un effet boule de neige positif plus durable et plus fort est attendu pour cette même période. Dans ce cas, il nous faudrait atteindre un excédent primaire au moins égal au solde primaire stabilisant la dette pour éviter que l'effet boule de neige ne vienne aggraver notre ratio de dette. Il y a donc urgence à adopter une trajectoire sérieuse et crédible de redressement des finances publiques. Plus nous attendons, plus l'addition sera douloureuse, car plus le ratio de dette progresse, plus l'effet boule de neige sera fort.

La maîtrise de nos déficits est d'autant plus importante que l'effet boule de neige demeure difficilement prévisible, car il dépend de la conjoncture économique. Il ne faut donc pas compter sur un effet boule de neige favorable pour espérer un désendettement durable. En effet l'effet boule de neige dépend notamment du taux de croissance nominale de l'économie, lequel demeure difficilement prévisible à court et à long termes, comme en témoignent les difficultés de projection de la croissance depuis plusieurs années.

Du fait de son mode de construction, l'évolution du taux d'intérêt apparent sur la dette est plus aisément prévisible à court terme, puisqu'il ne répercute que progressivement la hausse des taux d'intérêt constatée au fil du refinancement de la dette, en sachant que la durée de vie moyenne de l'encours de dette négociable de l'État est aujourd'hui de huit ans et demi. Cependant, cette hausse des taux d'intérêt finira bien par se répercuter quoiqu'il arrive. Et l'évolution des taux futurs demeure elle aussi soumise à de nombreux aléas.

En conclusion, je souligne qu'aujourd'hui plusieurs voix s'alarment du retour d'un effet boule de neige à court terme en France, notamment M. Antoine Bozio, directeur de l'Institut des politiques publiques, mais aussi la Cour des comptes, qui relève dans son dernier rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques une menace sérieuse d'effet boule de neige sur la dette et son coût. Alors même que nos finances publiques sont en très mauvaise posture, il faudrait donc accroître d'autant plus nos efforts pour contrer cet effet boule de neige. J'espère que le Gouvernement en a bien pris la mesure.

L'intérêt de ce rapport tient au fait qu'il lance lui aussi une alerte sur le réveil d'un effet boule de neige, qui pourrait devenir inquiétant dans les années à venir, en raison de l'insouciance des gouvernements depuis des décennies. En cumulant les déficits primaires, ils amassent un petit tas de neige, qui, malheureusement, formera une boule de neige plus tard.

M. Roland Lescure, ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle, énergétique et numérique. Je vous remercie pour ce rapport extrêmement pédagogique sur l'évolution de la dette publique. Vous aviez choisi pour thème l'effet boule de neige de la dette et vous l'avez présenté de manière très claire.

Nous enregistrons aujourd'hui un niveau de dette qui dépasse 115 % du PIB en 2025. Seuls deux pays présentent un ratio de dette supérieur à celui de la France au sein de l'Union européenne : la Grèce et l'Italie. Nous devons donc agir. Je rappelle par ailleurs que la charge de la dette pour l'État représentait 52 milliards d'euros en 2025 et qu'elle s'élèvera à 64 milliards d'euros en 2026. C'est le premier budget de l'État, deux fois supérieur à celui du ministère de l'intérieur.

La charge de la dette pourrait atteindre à ce rythme plus de 100 milliards d'euros en 2029. Depuis 2023, les taux d'intérêt d'aujourd'hui étant plus élevés que ceux qui prévalaient il y a une dizaine d'années, nous nous retrouvons aujourd'hui avec un effet positif de la charge d'intérêt sur l'accumulation de la dette, quand nous avions bénéficié d'un effet plutôt négatif lors des années précédentes.

Comme vous l'avez indiqué, la soutenabilité de la dette repose sur trois facteurs : le déficit primaire – en résumé le budget tel qu'il est voté –, les achats et les ventes d'actifs et la différence entre la croissance et les taux d'intérêt. En matière de taux d'emprunt, nous avons changé d'ère : entre 2011 et 2020, les taux bas et en décroissance ont fait décroître la charge de la dette et depuis mi-2022, la remontée des taux et le dynamisme des dépenses ont inversé la tendance, portant le coût de la dette à un niveau historiquement élevé.

Pour autant, il ne faut pas céder à la panique : il n'y a pas d'effet boule de neige durable qui établirait une espèce d'auto-alimentation inexorable de la dette, malgré, il faut le reconnaître, une situation politique qui rend les adoptions de budget compliquées. Nous devons ensemble, et j'espère que votre rapport y contribuera, nous atteler à un redressement des finances publiques qui doit se poursuivre dès 2026. Nous devons continuer de réduire le déficit public, comme nous l'avons fait en 2025 en atteignant un déficit de 5,1 % du PIB, après 5,8 % en 2024, malgré la crise énergétique. Nous avons décidé de cibler notre soutien de manière temporaire, graduée, sur le secteur des ménages les plus exposés, précisément pour éviter de dépenser trop.

À ce titre, je me permets, monsieur le rapporteur, de vous rappeler que votre groupe demande toutes les semaines une baisse de la TVA sur l'essence qui, à mon avis, ne représenterait pas la meilleure manière de tenir nos déficits publics, en « arrosant » de manière indifférenciée des gens qui en ont besoin et des personnes qui en ont sans doute moins besoin.

Nous devons par ailleurs, et c'est tout le paradoxe de notre politique publique, continuer d'investir autant que possible dans la croissance, l'innovation, l'éducation et notre système énergétique. En effet, le numérateur – la croissance et cette capacité à générer de la prospérité, donc des recettes publiques – représente un élément important de la soutenabilité de la dette. La croissance de l'année 2025, meilleure qu'attendue, à 0,9 %, illustre la résilience de notre économie et la pertinence des choix passés. Elle a contribué à accroître le dénominateur et à réduire, marginalement certes, le ratio de la dette sur le PIB.

Mais nous pouvons et devons faire mieux. Pour 2027, nous sommes déterminés à tenir cet équilibre entre croissance et consolidation et à maîtriser notre trajectoire de dette sans entraver la réalisation de l'investissement nécessaire au soutien de notre croissance future. Au fond, réduire la dette revient aussi à préserver les conditions et les moyens de la croissance de demain. C'est une nécessité absolue, évidemment, pour assurer notre indépendance, notre souveraineté, mais aussi notre prospérité future.

La restauration de nos finances publiques est un enjeu de responsabilité, mais elle doit également constituer une priorité transpartisane. Il en va de la crédibilité de la France, il en va de notre capacité à investir, il en va aussi de la pérennité de nos services publics et de notre modèle social. J'espère que les conclusions de ce rapport seront intégrées par l'ensemble des groupes politiques à l'occasion de la discussion du budget 2027 et qu'elles nous permettront effectivement de mettre en place une stratégie de réduction durable des déficits.

En conclusion, vous avez dit espérer que le Gouvernement ait pris la mesure des défis auxquels nous sommes confrontés. J'espère en retour que l'ensemble des groupes parlementaires présents ici en ont également pris conscience.

M. le président Éric Coquerel. La question de la dette m'intéresse particulièrement, notamment parce que j'ai le sentiment qu'à l'approche de chaque débat budgétaire, elle redevient une sorte d'épouvantail que l'on brandit pour justifier des coupes budgétaires, qui produisent parfois des effets récessifs sur l'économie sans pour autant permettre une réduction durable de la dette. Il y a ainsi une forme d'alternance dans le discours : tantôt on relativise le problème, tantôt on le dramatise afin de faire avaler des coupes budgétaires et de présenter la réduction des déficits et de la dette comme la priorité absolue de la politique économique, sans se soucier par ailleurs des investissements nécessaires dans d'autres domaines.

Si l'on regarde ce qui s'est passé depuis un peu plus d'un an, on voit bien comment cette question a été maniée. Je rappelle qu'en septembre 2025, Éric Lombard expliquait ne pas pouvoir exclure totalement un risque d'intervention du Fonds monétaire international (FMI) en France. Ces déclarations faisaient suite à d'autres propos particulièrement alarmistes de François Bayrou sur la dette. Or cette hypothèse me paraissait déjà peu crédible sur le plan économique. La France n'est ni menacée d'une faillite, ni menacée par le FMI pour diverses raisons, ne serait-ce que parce que les encours du FMI ne permettraient même pas de résoudre un défaut de la France, si celui-ci devait intervenir.

Quelques mois plus tard, ici même, en commission des finances, vous teniez des propos plus raisonnables. Vous indiquiez que les émissions de dette se déroulaient normalement, que la demande des investisseurs demeurerait forte et qu'il n'existait aucun motif particulier d'inquiétude.

Pourtant, cette semaine encore, nous voyons réapparaître des analyses alarmistes. L'OCDE publie une étude extrêmement contradictoire et évoque désormais un seuil de 180 % du PIB comme point de bascule potentiel vers un risque de défaut de paiement. Avant d'aborder mes questions, je voudrais rappeler plusieurs éléments.

D'abord, lorsqu'on cite un niveau de dette représentant 115 % ou 117 % du PIB ou un encours supérieur à 3 000 milliards d'euros, il convient de rappeler que cette dette est financée sur une durée moyenne d'environ huit ans. En réalité, il conviendrait de le diviser par cette durée pour connaître le taux d'endettement réel à l'année, qui est plus proche de 13 % à 14 % que les 115 % fréquemment cités, qui ont effectivement pour effet d'affoler le pays.

Ensuite, lorsqu'on parle de charge de la dette, il est important de la rapporter au produit intérieur brut plutôt que de se limiter à une valeur brute, afin d'apprécier la charge de la dette de manière plus réaliste.

Je rappelle également l'existence d'une autre dette, bien plus difficilement renégociable : la dette écologique. Selon l'OCDE, de 1980 à 2024, les événements climatiques extrêmes ont causé 138 milliards d'euros de dégâts en France, dont seulement 48 milliards étaient couverts par des assurances. Selon la Cour des comptes, si les politiques publiques restent inchangées, nous perdrons 11,4 points de PIB d'ici vingt ans. Sur la même période, selon Météo-France, les jours de vague de chaleur seront au moins multipliés par cinq, ce qui représente deux mois de canicule par an. Autrement dit, la question de la dette ne peut pas être séparée des investissements nécessaires en termes de bifurcation écologique, si l'on veut non pas éviter le pire, mais simplement en atténuer les effets dans les années à venir.

Ma première question concerne la composition du taux d'endettement français, c'est-à-dire ce qui explique l'évolution de nos dettes. Dans votre rapport, monsieur Mauvieux, vous citez notamment des données de la direction générale du Trésor et concluez que l'endettement français est lié à l'effet de boule de neige, mais votre rapport dit l'inverse. Les graphiques des pages 15 et 17 sont assez éclairants, notamment en comparaison avec l'Italie. La dette est due d'abord à des déficits qui se sont aggravés de manière absolument évidente depuis 2017 plus qu'à l'effet boule de neige que vous citez.

Deuxièmement, à l'occasion des travaux d'enquête conduits par notre commission sur les variations et les écarts des prévisions fiscales et budgétaires pour les années 2023 et 2023, l'économiste Éric Heyer, de l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), avait indiqué que *« le déficit aujourd'hui ne s'explique pas par une explosion de la dépense publique. En effet, je précise qu'elle est restée stable depuis 2017, il faut le dire et le répéter, alors que les recettes publiques, elles, ont baissé de 54 points de PIB à 51,3 points de PIB depuis 2017 »*.

Si l'on croise les chiffres publics cités par M. Heyer et votre rapport, on observe bien que l'endettement français ne s'emballé pas et que son aggravation est due principalement aux baisses d'impôts depuis 2017, qui ont quand même largement bénéficié aux très riches de ce pays.

Autrement dit, ce sujet ne pose pas la question de la dette en tant que telle, mais de savoir à quoi elle sert réellement. Il est évident que la dette servant à compenser des recettes que l'État a perdues, notamment à l'avantage des très riches, peut interroger si l'on se réfère en plus aux investissements écologiques, qui seraient évidemment bien plus nécessaires, quitte à s'endetter.

Ma deuxième question porte sur le coût social d'une baisse des dépenses publiques. La presse a fait grand cas ces derniers jours de l'étude économique de l'OCDE sur la France, sortie avant-hier, le 30 juin. L'OCDE alertait ainsi sur *« l'urgence absolue de réduire la dette française en baissant les dépenses publiques »*. Il faut cesser d'exagérer et placer l'OCDE face à ses propres contradictions.

Dans son dernier rapport sur la situation et les perspectives des finances publiques de juin 2026, la Cour des comptes lance une alerte sur les consolidations budgétaires par la baisse des dépenses, qui peuvent induire un coût social plus élevé à court terme pour les ménages les plus modestes. Or la Cour des comptes cite à ce titre une étude menée sur 17 pays entre 1978 et 2013 par l'OCDE, la même OCDE qui exerce maintenant une pression pour que la France effectue le contraire de ce qu'elle a recommandé par ailleurs.

Comment conciliez-vous ces injonctions contradictoires de l'OCDE sur la dette française ? Quelle est votre position sur le coût social des baisses de dépenses, en sachant qu'une étude dans dix-sept pays sur plus de trente ans documente ce risque ?

Ma dernière question porte sur le fait de sortir une part de notre endettement des règles du marché et d'augmenter le soutien de la Banque centrale européenne (BCE). Lors de votre audition du 27 avril 2026, j'ai bien compris que vous n'étiez pas favorable à l'engagement par la France d'une pression envers l'Union européenne et la BCE, afin que cette dernière effectue des formes de prêts directs aux États, comme elle l'avait fait pendant la crise du covid-19. À l'époque, nous avons pu emprunter 248 milliards d'euros dans des conditions préférentielles.

Il me semble, au contraire, que la situation et notamment les besoins évidents en matière d'investissements écologiques posent à nouveau cette question de manière acérée. Vous avez raison d'indiquer qu'aujourd'hui, il n'existe pas d'affolement sur les marchés, les levées de fonds étant toujours sur-souscrites.

Simplement, les taux d'intérêt sur lesquels se calcule la charge de la dette aujourd'hui sont les taux d'intérêt antérieurs, qui étaient relativement faibles. Désormais, la dette se recomposera avec des taux supérieurs. Si l'on considère qu'il est nécessaire d'investir, l'urgence consiste à extraire une partie de la dette de la pression des marchés.

La solution que je vous propose pourrait en outre être intéressante pour la plupart des pays européens. Je rappelle que l'an prochain, l'Allemagne deviendra le deuxième pays de l'Union européenne à s'endetter en volume, derrière la France. Cette situation changera naturellement l'équation, y compris sur les marchés.

M. Kévin Mauvieux, rapporteur spécial. Je souhaite revenir sur votre première question, lorsque vous indiquez que mon rapport ferait de l'effet boule de neige la cause principale de l'endettement actuel. Je me permets de rappeler ce que j'ai écrit et exposé ce matin : *« Si l'effet boule de neige était éteint, voire favorable ces dernières années, l'incompétence des gouvernements successifs a mis en place les conditions d'un réveil de l'effet boule de neige venant nous pénaliser à l'avenir. Car oui, tout l'intérêt de ce rapport est là, alerter sur le réveil d'un effet boule de neige défavorable qui pourrait devenir inquiétant dans les années à venir du fait de l'insouciance des gouvernements depuis plusieurs décennies ».*

Autrement dit, je ne dis pas que la dette actuelle résulte principalement de cet effet. J'explique au contraire qu'elle est avant tout le produit de l'accumulation des déficits primaires depuis plusieurs décennies. Depuis près de cinquante ans, les gouvernements successifs n'ont pas réussi à présenter des budgets durablement à l'équilibre.

En revanche, le contexte a changé et plusieurs alarmes ont été tirées concernant la survenue d'un effet boule de neige. Les taux d'intérêt ont longtemps été très faibles, voire négatifs à certaines périodes. Avec une durée moyenne de refinancement de la dette d'environ huit ans et demi, la France a bénéficié pendant longtemps de conditions d'endettement particulièrement favorables.

Or les taux auxquels l'État emprunte aujourd'hui se situent davantage autour de 3 % à 3,5 %, alors que la croissance est proche de 0,5 %. Si l'on reprend de manière simplifiée $r - g$, le déterminant classique de l'effet boule de neige, fondée sur l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance, on constate que cet écart devient nettement positif.

Cependant, un changement en faveur d'un gouvernement qui mènerait une politique plus ambitieuse et le retour à la croissance pourrait permettre de neutraliser cet effet.

M. Roland Lescure, ministre. Ce qui compte réellement est le taux de croissance nominale. Lorsque vous évoquez 0,5 %, il s'agit de la croissance réelle. Or nous pouvons faire mieux : nous avons atteint 0,9 % l'année dernière. Si l'on retient une croissance réelle d'environ 1 % et une inflation proche de 2 %, la croissance nominale est d'environ 3 %.

Ce n'est pas la compétence ou l'incompétence des gouvernements qui a provoqué la remontée des taux d'intérêt mondiaux. Le phénomène fondamental auquel nous sommes confrontés aujourd'hui est la fin du cycle de désinflation engagé dans les années 1980 et 1990. Nous faisons désormais face à une pression généralisée sur les marchés obligataires internationaux, qui se traduit mécaniquement par une hausse des taux d'intérêt, y compris pour la dette française.

L'objectif, selon moi, est précisément d'éviter une situation comparable à celle de l'Italie. Pendant des années, l'Italie a dû dégager des excédents primaires et conduire des politiques de restriction budgétaire continues pour contenir un effet boule de neige extrêmement défavorable. Je rejoins donc le rapporteur lorsqu'il explique que cet effet a été relativement contenu jusqu'à présent. En revanche, il faut désormais s'en prémunir pour éviter d'entrer dans une dynamique comparable.

S'agissant des déclarations de mon prédécesseur, je confirme que nous sommes très loin d'une situation de crise de financement. Aujourd'hui encore, les émissions de dette française se déroulent dans de bonnes conditions. Certes, les ratios de souscription se sont légèrement dégradés : nous sommes davantage autour de deux fois la demande que de trois comme il y a quelques mois. Mais nous demeurons dans une situation de forte sursouscription. Il faut donc rester vigilant sans sombrer dans l'alarmisme.

Sur la question du coût social de la réduction de la dette, je partage l'idée qu'il faut limiter autant que possible les effets négatifs des ajustements budgétaires. Mais il ne faut pas non plus ignorer le coût social de la dette elle-même. Si la charge de la dette devait absorber une part croissante des ressources publiques, nous risquerions progressivement de ne plus pouvoir financer correctement les politiques de solidarité, les investissements d'avenir ou le soutien à la croissance. C'est précisément ce risque que je souhaite souligner. Il vaut mieux, à mon sens, traiter la question aujourd'hui plutôt que de repousser continuellement les décisions nécessaires.

Vous évoquiez également les prélèvements obligatoires. Leur taux a effectivement diminué ces dernières années, mais il demeure parmi les plus élevés du monde. Nous avons probablement des divergences d'analyse sur les effets économiques de la fiscalité. Pour ma part, je constate que certaines baisses d'impôts en début de quinquennat, notamment sur les sociétés, se sont accompagnées d'une progression des recettes correspondantes grâce à l'augmentation de l'activité et de la profitabilité des entreprises.

Enfin, concernant la BCE, ma position n'a pas changé. Je continue à penser qu'un prêt direct de la BCE pour soutenir spécifiquement la France constituerait un signal défavorable. La BCE est intervenue lors de circonstances absolument exceptionnelles : la crise financière de la zone euro et la crise du covid. Dans les deux cas, la stabilité de l'ensemble de l'Union monétaire était menacée.

Une intervention ciblée aujourd'hui serait facilement interprétée comme une forme de sauvetage. Or la France n'est pas dans une situation qui justifie un tel traitement. Cela

pourrait même provoquer l'effet inverse de celui recherché en nourrissant les interrogations des marchés. Quoi qu'il en soit, la BCE est indépendante et je ne suis pas sûr qu'elle partage votre idée, monsieur le président.

M. le président Éric Coquerel. Ma proposition ne concerne pas le seul cas de la France, mais l'ensemble des pays de l'Union européenne, face au mur de financement de la bifurcation écologique. On aurait tout intérêt à étudier cette solution, qui avait été retenue durant la crise du covid et la France devrait au moins essayer d'agir en ce sens.

M. Roland Lescure, ministre. Je vous rejoins davantage sur la question des investissements liés à la transition écologique. Les montants à mobiliser sont considérables et largement documentés. Je suis convaincu qu'il faut améliorer l'état de la planète, mais aussi de notre économie. Je crois à l'industrie verte, à l'industrie nucléaire et à l'investissement écologique dans l'industrie décarbonée.

Il faudra nécessairement trouver des modes de financement adaptés. Comme vous le savez, nous sommes favorables à certaines formes d'endettement commun européen pour financer des investissements stratégiques dans l'écologie, l'innovation ou l'industrie. Mais qu'il s'agisse de l'Europe ou de la France, cet endettement devra malgré tout être financé.

M. Philippe Juvin, rapporteur général. Monsieur le rapporteur, je vous remercie pour votre rapport que je trouve très éclairant et pédagogique. Vous indiquez que la situation que nous connaissons aujourd'hui est surtout liée à l'accumulation des déficits successifs.

Pour cesser cette accumulation, deux manières de procéder sont envisageables : augmenter les recettes ou diminuer les dépenses. L'augmentation des recettes ne peut se réaliser par une augmentation des impositions, déjà très élevées, et la croissance économique atone n'apportera pas de rentrées fiscales supplémentaires. Dès lors, la véritable solution consiste à diminuer les dépenses. Or les retraites représentent 25 % de la dépense publique. Croyez-vous que l'on puisse baisser la dépense publique sans une réforme profonde des retraites ? Laquelle aurait votre préférence ?

M. Kevin Mauvieux, rapporteur spécial. Comme je l'ai indiqué, l'endettement que nous connaissons aujourd'hui résulte avant tout de l'accumulation des déficits. Nous partageons également l'idée que, pour réduire durablement ces déficits et stabiliser la dette, il faut davantage de croissance, mais surtout réaliser davantage d'économies et ne pas augmenter davantage les impôts dans un pays où la pression fiscale est bien trop importante.

Plusieurs rapports démontrent que la réforme des retraites ne peut représenter que quelques dizaines de milliards d'euros sur plusieurs années. Or, en réalité, le solde primaire est négatif de plus de 100 milliards d'euros. Les économies doivent être réalisées dans les mauvaises dépenses de l'État qui plombent le PIB, notamment le poids excessif des normes dans notre société.

Je suis convaincu que la réforme des retraites ne sauvera pas le système. Nous en avons connu plusieurs et le système est toujours à la dérive.

M. Philippe Juvin, rapporteur général. Nous avons effectivement une divergence d'appréciation. Sans réforme des retraites, il n'est pas possible de diminuer la dépense publique.

Monsieur le ministre, la France s'était fixée dans le rapport d'avancement annuel (RAA) l'objectif d'un déficit de 4,1 points du PIB pour fin 2027. Nous n'y serons

évidemment pas. La Commission européenne prétend qu'il serait de 5,7 points à fin 2027, à politique inchangée. Selon vous, quelle cible atteindrions-nous en 2027, sans modifier les curseurs ?

M. Roland Lescure, ministre. Les chiffres mentionnés dans le RAA supposent l'accomplissement d'actions. À l'inverse, les projections de la Commission européenne sont établies à politique inchangée, c'est-à-dire sur la base de l'évolution spontanée des prélèvements obligatoires et des dépenses publiques, sans effort supplémentaire de redressement.

Dès lors, la situation à laquelle nous serons confrontés à l'horizon 2027 dépendra largement des choix qui seront faits collectivement, tant par le Gouvernement que par le Parlement et la capacité à adopter un budget pour 2027.

Je souhaite être très transparent avec les représentants de la nation et en particulier avec les membres de la commission des finances qui suivent ces questions avec attention. À court terme, l'enjeu principal est celui de l'exécution budgétaire pour 2026. Nous organiserons, avec mon collègue David Amiel, un comité d'alerte dès la semaine prochaine afin d'examiner cette situation. L'exécution 2026 s'annonce très compliquée, le budget 2027 ne sera pas plus simple, et le retour à l'équilibre des finances publiques à l'horizon 2029 représentera également un exercice exigeant pour ceux qui auront à le conduire. Pour autant, je demeure convaincu qu'afficher et atteindre un déficit inférieur à 3 % du PIB en 2029 est à la fois souhaitable et possible. En revanche, cet objectif nécessitera des politiques publiques particulièrement volontaristes.

S'agissant de la dynamique spontanée du déficit, vous savez que nous avons confié une mission à trois économistes indépendants afin d'en mesurer précisément l'ampleur. Leur rapport doit être remis à la mi-juillet. Il est cependant certain que la dynamique spontanée des finances publiques est délétère, principalement sous l'effet de la hausse de la charge de la dette. Qu'il s'agisse d'un déficit de 5 %, de 5,5 % ou de 6 % du PIB, les évaluations indépendantes permettront de le préciser. Mais le constat de fond demeure : si aucune mesure n'est prise, la tendance naturelle est celle d'une augmentation significative des déficits dans les années à venir.

M. Philippe Juvin, rapporteur général. Vous avez eu probablement raison de missionner des économistes, même si, très franchement, il arrive souvent que les constats qu'ils formulent dans leurs rapports ont déjà été mis en évidence par d'autres travaux antérieurs.

S'agissant de l'objectif de retour sous les 3 % de déficit en 2029, je ne partage pas complètement votre analyse. Bien entendu, je suis d'accord pour considérer qu'il serait souhaitable d'atteindre cet objectif, mais nous savons que nous ne l'atteindrons pas. Je m'interroge davantage sur les effets qu'une telle cible peut avoir sur la crédibilité de notre pays lorsqu'elle est affichée alors même que beaucoup considèrent qu'elle ne sera probablement pas atteinte dans les délais annoncés.

Ayant siégé pendant dix ans au Parlement européen, j'ai souvent constaté que la France souffrait déjà, auprès de ses partenaires, d'une réputation consistant à annoncer des trajectoires ambitieuses dont chacun savait qu'elles ne seraient pas respectées.

Dès lors, je me demande si la crédibilité de la France ne gagnerait pas à une forme de franchise supplémentaire. Autrement dit, plutôt que d'annoncer un objectif que nous savons difficilement atteignable dans les délais prévus, ne vaudrait-il pas mieux reconnaître

lucidement la situation, expliquer pourquoi nous n'y serons peut-être pas en 2029 et présenter clairement les mesures qui permettraient de parvenir à cet équilibre en 2030 ou en 2031 ?

Je mesure bien sûr la complexité de l'exercice et je ne prétends pas détenir une réponse définitive. Mais j'ai le sentiment que la confiance de nos partenaires européens repose d'abord sur notre capacité à être crédibles, pour gagner la confiance.

M. Roland Lescure, ministre. J'aurais tendance à être d'accord avec vous si nous étions face à une situation nouvelle. Depuis vingt ans, nous annonçons que nous reviendrons sous les 3 % de déficit dans trois ou quatre ans, puis, lorsque l'objectif n'est pas atteint, nous repoussons l'échéance de deux années supplémentaires. C'est un schéma que nous avons déjà connu à de nombreuses reprises.

Aujourd'hui, ce que je peux vous dire, en tant que responsable, avec mon collègue David Amiel, du suivi de l'exécution 2026 et de la préparation du budget 2027, c'est que si nous sommes capables collectivement d'adopter un budget pour 2027 permettant de ramener le déficit sous les 5 %, et je l'espère de manière significative, nous aurons alors déjà franchi une étape importante.

Prenons un exemple, qui n'est ni une prévision ni un objectif. Si le déficit était encore de 4,5 % du PIB en 2027, l'effort nécessaire pour atteindre moins de 3 % en 2029 serait extrêmement conséquent. Il faudrait réduire le déficit d'environ 1,5 point en deux ans. Nous l'avons déjà fait par le passé, notamment au début du quinquennat de 2017.

Mon rôle consiste à dire qu'il est possible d'y parvenir, même si cela exigera des choix particulièrement exigeants. En revanche, il appartiendra également aux futurs candidats à l'élection présidentielle d'expliquer clairement comment ils entendent ramener la France sur les sentiers de la raison, quelle que soit la raison, qui diffère selon les groupes politiques.

Cependant, nous n'échapperons pas à la gravité newtonienne en matière budgétaire. Nous n'échapperons pas à la hausse de la charge des intérêts. Nous n'échapperons pas non plus au regard de nos créanciers, qui continuent aujourd'hui à financer la dette française dans de bonnes conditions, mais qui attendent des réponses crédibles sur la manière dont nous comptons nous redresser.

Je demeure donc convaincu qu'un retour sous les 3 % est possible. Je suis également convaincu qu'il sera extrêmement difficile à obtenir. Notre responsabilité, dans l'immédiat, consiste à gérer les deux années qui viennent avec sérieux. La responsabilité de ceux qui nous succéderont sera ensuite de convaincre durablement nos partenaires et les marchés que la France est capable de tenir ses engagements sans repousser, une fois de plus, les échéances.

Pour reprendre une expression québécoise que j'utilise souvent, cela fait maintenant plusieurs décennies que nous poussons la neige devant nous. Or cette neige est devenue de plus en plus compacte et devient de plus en plus difficile à pousser.

M. Philippe Juvin, rapporteur général. Quel que soit le prochain Président de la République, qu'il s'agisse de M. Mélenchon, de Mme Le Pen, de M. Philippe, de M. Attal, de M. Retailleau ou de tout autre candidat, il me semble qu'il sera confronté à une échéance décisive dès le mois de juillet suivant son élection. Dès ce moment-là, il devra exposer très clairement son objectif pour les cinq années à venir ainsi que la méthode qu'il entend mettre en œuvre pour crédibiliser l'objectif.

À mes yeux, un Président nouvellement élu qui ne disposerait pas d'une stratégie suffisamment claire et préparée pour être exposée dès les premières semaines du mandat prendrait le risque de fragiliser la crédibilité financière du pays. C'est pourquoi je lance un appel à l'ensemble des candidats à l'élection présidentielle : ils doivent être prêts, dès le mois de juillet, à établir leur plan de bataille pour les cinq années à venir.

Pour autant, je continue à ne pas être entièrement d'accord avec vous, monsieur le ministre. Je demeure convaincu que nous gagnerions en crédibilité en disant ce que beaucoup considèrent déjà comme probable, c'est-à-dire que l'objectif de retour sous les 3 % en 2029 sera extrêmement difficile à atteindre. Nous devrions peut-être assumer cette réalité, tout en expliquant précisément ce que nous mettrons en œuvre pour y parvenir dans les années suivantes.

J'en viens à ma question sur la perception de la signature française. Vous indiquiez à l'instant qu'en substance, pour un euro que la France souhaite emprunter, les investisseurs en proposent encore deux. Cela signifie que la demande demeure supérieure à l'offre, même si elle est moins forte qu'auparavant, quand on observait parfois des niveaux proches de trois pour un.

En juillet 2025, la Cour des comptes évoquait déjà une « *dégradation relative de la perception de la qualité de la signature* ». En avril 2026, elle indiquait également que « *La prime de risque est plus élevée pour la France que pour ses voisins [...] Cela reflète l'appréciation de la perception des marchés financiers quant à la capacité de la France à garantir à tout moment la solvabilité et la soutenabilité de sa dette* ». Autrement dit, quelque chose semble évoluer dans l'appréciation des marchés concernant notre signature. Je ne parle ici que de l'État et non de l'Agence centrale des organismes de sécurité sociale (Acos).

Dès lors, ne pensez-vous pas que la question de la soutenabilité est à l'ordre du jour ?

M. Roland Lescure, ministre. Aujourd'hui, je le répète, nous ne rencontrons aucun problème de financement. Après une période de tension en début d'année, nous sommes même repassés, en termes de *spread*, en dessous de l'Italie. Autrement dit, nous nous finançons actuellement dans de meilleures conditions que nos voisins italiens, alors même que ceux-ci présentent des déficits plus faibles que les nôtres. Leur dette publique demeure certes très élevée, mais ils accumulent depuis plusieurs années des excédents primaires.

Malgré cela, la signature de la France continue d'être appréciée. Cette confiance repose d'abord sur la qualité de la gestion assurée par l'Agence France Trésor. Cette structure dispose d'un savoir-faire remarquable : visibilité sur les programmes d'émission, capacité à piloter les opérations dans la durée, diversification des instruments proposés aux investisseurs, notamment à travers des émissions indexées sur l'inflation qui rencontrent un réel succès. Nous bénéficions donc d'une qualité du service de la dette que l'on peut qualifier d'exceptionnelle.

Les marchés continuent également à nous accorder du crédit quant à notre capacité à redresser nos finances publiques. Peut-être ne s'attendent-ils pas à un retour rapide à l'équilibre, ce qui n'est plus arrivé depuis trente-cinq ans, mais ils considèrent encore que la France est en mesure de revenir vers le niveau de 3 %. À cet égard, l'élection présidentielle constituera effectivement un rendez-vous décisif.

Cela étant, deux éléments méritent d'être soulignés. D'abord, le niveau général de liquidité s'est réduit. Les marchés obligataires mondiaux sont aujourd'hui plus tendus qu'auparavant. La demande globale de titres obligataires tend à se contracter légèrement, ce

qui se traduit par une volatilité plus importante. Ensuite, les taux d'intérêt ont augmenté dans la plupart des grandes économies : aux États-Unis, en Allemagne, en France, en Italie, en Espagne ou encore au Japon. Cette évolution traduit un nouvel équilibre entre l'offre et la demande de capitaux. Les prix des obligations ont reculé et, par conséquent, les taux exigés par les investisseurs ont progressé.

Nous évoluons donc dans un environnement mondial plus exigeant sur les taux. Dans ce contexte, notre capacité, au cours des prochaines années, à démontrer que la France est plutôt meilleure que la moyenne, sera essentielle.

M. le président Éric Coquerel. Je ne rentrerai pas trop dans le débat, car nous pourrions y consacrer beaucoup de temps. Je partage néanmoins l'idée qu'annoncer des objectifs dont chacun sait qu'ils sont extrêmement difficilement atteignables pose un véritable problème de crédibilité. Laisser entendre que ces objectifs seront réalisés, tout en laissant aux responsables suivants la charge de constater qu'ils ne le sont pas, ne me paraît pas raisonnable.

Vous renvoyez aux travaux des économistes missionnés pour évaluer la trajectoire du déficit à politiques inchangées. Le chiffre d'un déficit atteignant 6,2 % du PIB en 2027 a circulé récemment. Confirmez-vous qu'il émane de Bercy ?

M. Roland Lescure, ministre. Je me permets de rappeler que de 2017 à 2019, nous avons diminué le déficit de près d'un point en baissant les prélèvements obligatoires. S'agissant des 6,2 % que vous avez mentionnés, je ne peux pas vous répondre aujourd'hui. Je vérifierai.

Mme Catherine Dellong Meng (RN). La dette publique ne représente plus seulement un déficit comptable pour le budget $- + 17 \%$ sur la période 2025-2028 à venir –, mais constitue un boulet pour les générations futures, car la dépense publique, prévue à $+ 9 \%$ sur cette période 2025-2028, continue de progresser beaucoup plus vite que la richesse nationale, prévue à $3,4 \%$.

Cette charge de la dette absorbe toutes les marges de manœuvre pour investir dans nos services publics. L'État a progressivement transformé l'endettement en mode de financement de l'action publique. Il est presque devenu le premier poste de dépense publique. En 2025, les intérêts se sont élevés à 66,6 milliards d'euros et atteindront 98,2 milliards d'euros en 2028 ($+ 47 \%$). Ainsi, 76,13 % de la dette arrivant à échéance subira une très forte augmentation du fait des taux moyens, passant de 1,6 à 4% , ce qui accentue l'effet boule de neige en raison du surcoût à chaque refinancement.

La Cour des comptes alerte régulièrement les gouvernements successifs, tant sur les prévisions budgétaires basées sur une croissance trop optimiste que sur une gestion de la dépense ne permettant pas de redresser les comptes. Le modèle français est donc trop dépensier. Il faut réduire la dépense publique pour redonner des perspectives économiques et sociales aux entreprises et aux actifs. Le FMI, les banques centrales, les partenaires européens pourraient nous imposer un effort de redressement dramatique, même si les marchés financiers nous accordent toujours leur confiance.

Cette perte de souveraineté budgétaire imposerait des mesures drastiques qui seraient contraires à notre modèle social et protecteur. Il faut diminuer ce déficit public et atteindre un solde primaire stabilisé. On peut y parvenir de plusieurs manières. Le premier axe consiste à maîtriser la dépense de fonctionnement, dont la dépense sociale, les subventions publiques et les aides au développement. Une refonte des politiques publiques avec la suppression de certains échelons, comme les agences, doit faire partie des mesures techniques.

Le deuxième axe a pour objectif de travailler les mesures qui favorisent l'économie, l'employabilité, afin de privilégier les recettes tirées de l'économie et de la croissance, et ainsi augmenter les recettes fiscales et sociales du budget des comptes sociaux. Lorsque la création de richesses diminue, l'ensemble des finances publiques en est affecté. En effet, l'État, rattrapé par les déficits abyssaux de ses comptes, peut menacer la souveraineté de la Nation. Il est plus que temps de modifier la trajectoire des finances publiques, monsieur le ministre.

M. Roland Lescure, ministre. Au fond, le constat est partagé : nous devons agir. J'espère que nous agirons dès 2027 et que les candidats à la présidentielle nous présenteront de manière transparente et crédible leurs plans pour s'assurer que l'on n'étouffe pas la croissance française et que l'on puisse prioriser les dépenses publiques afin de retrouver de l'oxygène. À cet effet, il faut absolument réduire les frais de nos dettes publiques.

Le constat est partagé. J'espère que l'on s'en souviendra à l'automne prochain.

Mme Shéhérazade Bentorki (LFI-NFP). Ce rapport est intéressant parce qu'il finit par démontrer exactement l'inverse de ce que son titre laisse entendre. On nous annonce un rapport sur l'effet boule de neige de la dette. Pourtant, au fil des pages, le rapporteur Mauvieux reconnaît lui-même que cet effet est historiquement modeste et que le principal moteur de l'endettement est bien le déficit primaire. Sur ce point, je crois que nous pouvons tous nous entendre.

Or, pendant vingt-neuf pages, la dépense y est disséquée. Le rapport appelle à davantage d'efforts budgétaires, mais personne ne regarde pratiquement jamais l'évolution des recettes. Selon l'OFCE, corroborée par la Cour des comptes elle-même dans un rapport de juillet 2024, les seules nouvelles mesures pérennes de baisse des recettes dédiées entre 2017 et 2023 représentent 62 milliards d'euros, soit plus de 2 points du PIB. Je ne parle pas ici de dépenses sociales produisant ce déficit, mais bien d'un choix fiscal assumé dont la facture nous revient aujourd'hui sous forme de charge de la dette.

Autrement dit, nous débattons pendant vingt-neuf pages du coût de la dette, mais presque jamais du coût des décisions fiscales qui contribuent à creuser ce déficit. Pourquoi ce rapport ne procède-t-il pas à une évaluation sérieuse de la contribution des baisses des recettes au déficit primaire, alors même qu'il en fait le principal moteur de l'endettement ?

Enfin, en page 7, le rapport rappelle que la soutenabilité de la dette dépend notamment de la croissance nominale. Lorsque la croissance est supérieure au coût de la dette, la dynamique devient plus favorable. Pouvez-vous me citer un seul exemple dans l'histoire économique récente où une politique de réduction de la dépense publique a permis d'augmenter durablement la croissance ?

M. Kévin Mauvieux, rapporteur spécial. Mon rapport tente d'analyser et d'expliquer cet effet boule de neige. De nos auditions, il est apparu que cet effet est en moyenne quasiment neutre.

La variable explicative de l'endettement actuel est, avant tout, le déficit primaire. Le rapport ne vise pas à expliquer pourquoi ces déficits se sont constitués, mais à identifier le mécanisme principal à l'origine de l'accumulation de la dette. L'ambition du rapport est de demeurer aussi factuel et neutre que possible. Si l'on souhaite ralentir la progression de la dette, il faut réduire ces déficits.

Mais à partir du moment où l'on commence à affirmer qu'il faudrait davantage de recettes, moins de recettes, ou attribuer les déficits à telle ou telle politique fiscale, on quitte

le champ de l'analyse pour entrer dans celui du débat politique. Sur ce terrain, chacun peut naturellement avoir sa propre vision. Certains considèrent que les prélèvements sont insuffisants, notamment pour certaines catégories de population. Pour ma part, j'appartiens à un groupe qui estime que le niveau des impôts est déjà trop élevé dans notre pays et qu'au delà d'un certain seuil, l'impôt devient moins rentable, produit moins de recettes et finit par pénaliser l'économie.

Enfin, concernant la croissance, je suis convaincu qu'un certain nombre de dépenses publiques pourraient être réduites ou supprimées sans nuire à la croissance. Certaines pourraient même, à terme, favoriser une croissance plus forte. Tout est affaire d'arbitrages, qui seront au cœur du débat présidentiel à venir. Chacun présentera sa stratégie, ses priorités et ses choix budgétaires. Pour ma part, je demeure persuadé qu'il est possible de réduire certaines dépenses publiques tout en maintenant le niveau de croissance, voire en l'améliorant.

Si la dépense publique était à elle seule le moteur de la croissance, alors la France, qui figure parmi les pays les plus dépensiers d'Europe, devrait afficher l'un des taux de croissance les plus élevés. Or nous nous dirigeons plutôt vers une croissance proche de 0,5 %, révisée à la baisse.

M. le président Éric Coquerel. La dépense publique est la raison pour laquelle la France n'est pas entrée en récession, contrairement à l'Allemagne.

M. Roland Lescure, ministre. Une telle trajectoire est possible. Entre 2017 et 2019, le PIB progressait d'environ 1,6 % par an, le déficit diminuait d'un point et le ratio de dette était de 98,5 % à 97,9 %.

À l'époque, il ne s'agissait pas de réduire la dépense publique, mais d'en limiter la progression en valeur nominale. Si les dépenses augmentent moins vite que la richesse produite, leur poids dans le PIB diminue. Cette approche suppose évidemment des choix et des priorités. En revanche, les années qui viennent seront beaucoup plus difficiles que celles que nous venons de traverser. Pendant longtemps, les taux d'intérêt ont joué favorablement sur la charge de la dette. Ce n'est plus le cas aujourd'hui.

À cela s'ajoute une bombe démographique. Sans même ouvrir ici le débat sur les politiques migratoires, les projections montrent qu'à comportement démographique inchangé, le vieillissement de la population va considérablement modifier les équilibres. La part des actifs dans la population aura tendance à diminuer tandis que celle des personnes âgées augmentera fortement. Les projections de l'Insee illustrent cette évolution : à l'horizon 2070, la population en âge de travailler devrait se contracter de 3 millions de personnes, tandis que le nombre de personnes âgées de plus de 65 ans progresserait de 4 à 5 millions. Il faudra donc traiter cette bombe démographique.

M. le président Éric Coquerel. Sans parler de la bombe climatique.

Mme Claire Marais-Beuil (RN). Monsieur le rapporteur, vous nous avez alertés il y a quelque temps sur les risques et les conséquences d'un endettement au niveau européen. Le Président de la République est d'ailleurs favorable à la création d'*eurobonds* et donc à une capacité d'endettement de l'Union européenne. Comment envisagez-vous le risque d'un effet boule de neige européen sur l'effet boule de neige français ?

Monsieur le ministre, vous avez pointé le cas de l'Italie. Ne pensez-vous pas que la France est en train de suivre le même chemin ? Vous nous avez également indiqué que le comité d'alerte des finances se réunirait le 7 juillet. N'est-ce pas déjà trop tard ?

M. Roland Lescure, ministre. Il s'agit du deuxième comité d'alerte, le premier ayant eu lieu en avril. Ensuite, nous sommes en retard, mais nous ne subissons pas encore les niveaux de pression qui prévalaient en Italie depuis longtemps. Mais nos taux d'intérêt sont aujourd'hui semblables à ceux de l'Italie et le risque consisterait effectivement à adopter une trajectoire similaire.

M. Kévin Mauvieux, rapporteur spécial. Madame Marais-Beuil, je vous rejoins totalement sur la question de la date du 7 juillet.

Sommes-nous exposés à un risque de trajectoire comparable à celle de l'Italie ? Nous n'en sommes pas encore là, mais cette interrogation permet de mettre en lumière plusieurs éléments importants. Un rapport de l'OCDE publié cette semaine évoque ainsi un endettement susceptible d'atteindre 140 % du PIB à l'horizon 2035 si les tendances actuelles se poursuivent. L'Italie se situe aujourd'hui à environ 137 %. Dans un tel scénario, la France dépasserait donc l'Italie en matière d'endettement.

Pour le moment, la croissance est plus dynamique en France qu'en Italie. Mais cette avance demeure fragile. La croissance reste faible et les taux d'intérêt progressent. Cette situation justifie l'une des propositions de mon rapport : renforcer le suivi de l'effet boule de neige dans les documents budgétaires annexés au projet de loi de finances. Il me paraît nécessaire que l'Agence France Trésor produise des données plus régulières, plus détaillées et plus visibles sur ce sujet. Bien entendu, la réponse de fond demeure la même : réduire les déficits, rapprocher progressivement dépenses et recettes et préserver la croissance. À ce stade, la croissance potentielle nous permet encore d'éviter une évolution comparable à celle de l'Italie.

Concernant enfin la dette européenne, j'ai récemment consacré une note à ce sujet dans le cadre des travaux de la commission des affaires européennes. L'Union européenne cherche désormais à devenir un véritable émetteur souverain, mais son budget n'est pas extensible, sauf à créer des ressources propres, c'est-à-dire, concrètement, de nouvelles taxes ou de nouveaux impôts.

Cela donne parfois l'impression que, face à une dette nationale dont la dynamique devient préoccupante, nous cherchons à déplacer le problème à l'échelle européenne plutôt qu'à le résoudre. Or tout endettement n'est acceptable que s'il finance des investissements réellement productifs et générateurs de croissance. Ce n'est pas toujours le cas.

Certes, il est encore trop tôt pour parler d'un véritable effet boule de neige européen. Mais la dette de l'Union a déjà été multipliée par sept en peu de temps et dépassera bientôt 1 000 milliards d'euros. Dès lors, il est difficile de défendre simultanément la lutte contre les prélèvements excessifs et la création de nouvelles ressources fiscales pour soutenir cet endettement.

J'ajoute enfin un point évoqué lors de plusieurs auditions : le risque de « cannibalisation des titres » par l'Union européenne. Aujourd'hui, les services compétents n'observent pas encore ce phénomène, mais ils le surveillent attentivement. Si l'Union européenne devenait un émetteur souverain majeur, elle entrerait en concurrence directe avec les États sur les marchés obligataires. Une partie de la demande des investisseurs pourrait alors se reporter vers les titres européens, réduisant celle disponible pour les émissions françaises.

Pour l'ensemble de ces raisons, je reste opposé à un nouvel endettement européen.

M. le président Éric Coquerel. Dans l'immédiat, l'Allemagne va commencer à nous concurrencer, puisqu'elle va émettre elle-même de la dette. C'est la raison pour laquelle je défends l'idée de prêts directs de la part de la BCE.

Au-delà de l'effet boule neige, il existe surtout un effet « boule de feu ». À force de ne pas l'anticiper, cela nous coûtera extrêmement cher – ne serait-ce que pour réagir par exemple aux effets de la canicule – et réduira à néant les espoirs de baisse du déficit. Je pense que le débat présidentiel devrait prioritairement porter sur ce sujet.

Monsieur le ministre, je vous remercie.

La commission autorise, en application de l'article 146, alinéa 3, du règlement, la publication du rapport d'information.

LISTE DES PERSONNES AUDITIONNÉES PAR LE RAPPORTEUR SPÉCIAL

Société générale * :

- Mme Michala MARCUSSEN, chef économiste ;
- M. Olivier VION, responsable marché primaire dette secteur public ;
- M. Éric LITVACK, directeur des affaires publiques.

Agence de notation Moody's :

- M. Bryman PETTER, vice-président et analyste senior ;
- Mme Samia BENKIRANE, analyste senior en notation.

Audition commune :

- **Agence France Trésor** :

- M. Antoine DERUENNES, directeur général ;
- M. Pierre BESSON, chef du bureau de la trésorerie de l'État.

- **Direction générale du Trésor** :

- M. Stéphane SORBE, chef du service des finances publiques et des politiques sociales (SSOFIA) ;
- Mme Juliette LYNCH, adjointe à la cheffe du bureau Analyse transversale des finances publiques (FIPU 4) au SSOFIA.

M. Éric MONNET, économiste.

Banque de France :

- M. Xavier DEBRUN, directeur général des statistiques, des études et de l'international ;
- M. Vladimir BORGY, adjoint au directeur de la conjoncture et des prévisions macroéconomiques ;
- Mme Diane GRIFFON, chargée de mission et conseillère parlementaire auprès du Gouverneur.

* Ces représentants d'intérêts ont procédé à leur inscription sur le registre de la Haute Autorité pour la transparence de la vie publique